



UNIVERSIDADE DA CORUÑA

Facultade de Economía e Empresa

Traballo de
fin de grao

Asimetrías en la
Eurozona:
implicaciones para
la transmisión de la
política monetaria
única.

Silvia López Videla.

Titor/a: José Manuel Sánchez
Santos.

Grao en Economía

Ano 2015

Resumen

La creación de la Unión Monetaria Europea en 1999, no ocultó la preocupación por la heterogeneidad que caracterizaba a las economías nacionales que la integraban y las consiguientes limitaciones de políticas económicas comunes para atender la diversidad de circunstancias de dichas economías. Con la llegada de la última gran crisis económica y financiera, se producen choques asimétricos, cuyos efectos son difíciles de paliar en la medida en que la Eurozona no es un Área Monetaria Óptima. La UME se enfrenta a dos tipos de asimetrías. Por un lado los países están expuestos a perturbaciones diferentes, aparte de que los efectos de la misma perturbación también pueden ser desiguales. Por otro lado, la transmisión de la política monetaria única puede surtir efectos de distinta intensidad en las diferentes economías. El principal objetivo de este trabajo es analizar algunos de los principales factores que condicionan la transmisión de los efectos de la política monetaria única a la economía real. Estas asimetrías en la transmisión de la política monetaria son las que explican que unas economías salgan relativamente beneficiadas/perjudicadas como resultado de las actuaciones del BCE, algo especialmente preocupante, que incluso podría llegar a poner en cuestión la viabilidad de la Eurozona como tal. A efectos de ilustrar esta problemática, en el presente trabajo se ofrece alguna evidencia cuantitativa de carácter descriptivo que permite visualizar las divergencias existentes entre los dos grandes grupos en los que se pueden clasificar los países miembros de la UME. Más específicamente, se ofrece evidencia comparativa de España (periferia) con otros países que formarían parte del centro y con la media de la Eurozona. Los resultados de nuestro análisis revelan la necesidad de adoptar reformas en la arquitectura institucional de la Eurozona que permitan afrontar con eficacia los problemas asociados a la existencia de las mencionadas asimetrías.

Palabras clave:

Unión monetaria, política monetaria, choques asimétricos, áreas monetarias óptimas, canales de transmisión.

Abstract

The creation of the European Monetary Union in 1999, did not hide concerns about the heterogeneity that characterized national economies that were involved and the consequent limitations of common economic policies to address the diversity of circumstances of these economies. With the arrival of the last great economic and financial crisis, asymmetric shocks occur, the effects are hard to alleviate as far as the Eurozone is not an optimum currency area. EMU is facing two types of asymmetries. For some country, they are exposed to various disturbances, which can have a corresponding unequal effect. Furthermore, the transmission of the single monetary policy can have varying effects, intensity in different economies. The principal aim of this paper is to analyze some of the major factors that influence the transmission of the effects of the single monetary policy to the real economy. These asymmetries in the transmission of monetary policy demonstrate that economies can relatively be benefited or harmed as a result of the actions of the ECB, which is particularly worrying and could even call into question the viability of the Eurozone as such. To illustrate this problem, in this paper some quantitative descriptive evidence to visualize the differences between the two groups in which members can be classified EMU countries is offered. More specifically, comparative evidence of Spain (periphery) with other countries that form part of the center and the average of the Eurozone is offered. The results of our analysis reveal the need for reforms in the institutional architecture of the Eurozone that can cope effectively with the problems associated with the existence of asymmetries mentioned.

Keywords:

Monetary union, monetary policy, asymmetric shocks, optimum currency areas, transmission channels.

Índice

Introducción.....	7
1. Áreas Monetarias Óptimas y choques asimétricos.....	9
1.1. Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas.....	9
1.1.1 ¿Es la Eurozona una A.M.O?.....	13
1.2 Choques asimétricos entre países que forman una unión monetaria.....	15
1.2.1 Perturbaciones distintas en los países de la unión.....	15
1.2.2 Asimetrías en la transmisión de la política monetaria.....	17
1.3 Canales de transmisión de la política monetaria del BCE.....	18
2. Asimetrías en la transmisión de la política monetaria del BCE.....	22
2.1 Configuración de la Unión Monetaria Europea: dos grupos de países.....	22
2.2 Factores condicionantes en la transmisión de la política monetaria del BCE en la zona euro.....	24
2.2.1 Factores de naturaleza real.....	24
2.2.2 Factores de naturaleza monetaria-financiera.....	28
3. Propuestas para abordar el problema de las asimetrías.....	44
3.1 El papel de una unión fiscal.....	44
3.2 El papel de una unión bancaria.....	47
Conclusiones.....	51
Bibliografía.....	53
Anexo.....	58

Índice de figuras

Figura 1: Choque positivo y negativo en la demanda agregada.....	16
Figura 2: Modelos de disciplina fiscal.....	46
Figura 3: Beneficios esperados de la unión bancaria.....	48

Índice de gráficos

Gráfico 1: Tasa de crecimiento anual del PIB a precios constantes del 2010.....	25
Gráfico 2: Media y varianza de la tasa de crecimiento del PIB de los países de la zona euro.....	25
Gráfico 3: Peso del sector industrial en la economía (% PIB).....	27
Gráfico 4: Evolución de la producción de bienes de consumo duradero (índice 2010=100).....	27
Gráfico 5: Evolución de la producción en la construcción (índice 2010=100).....	28
Gráfico 6 : Tipo de interés del BCE, Euribor y la media del bono a 10 años de la UEM.....	30
Gráfico 7: Evolución del crédito privado (% PIB).....	31
Gráfico 8: Evolución de la financiación a los hogares e ISFLSH destinados a préstamos para vivienda en España.....	32
Gráfico 9: Evolución de los precios de la vivienda (índice 2010=100).....	33
Gráfico 10: Evolución de la deuda privada (% PIB).....	34
Gráfico 11: Evolución del horro neto (% PIB).....	35
Gráfico 12: Varianza de la tasa de crecimiento anual de la inflación (datos mensuales).....	36
Gráfico 13: Crecimiento anual de la inflación (datos mensuales).....	36
Gráfico 14: Tipo de cambio Euro-Dólar.....	37
Gráfico 15: Grado de apertura externa de la economía.....	38
Gráfico 16: Evolución del tipo de cambio efectivo real.....	39
Gráfico 17: Evolución de la deuda pública (% PIB).....	40
Gráfico 18: Intereses pagados sobre la deuda pública (% PIB).....	41
Gráfico 19: Déficit o superávit público (% PIB).....	41
Gráfico 20: Tipo de interés del bono a 10 años.....	42
Gráfico 21: Prima de riesgo de la deuda soberana.....	43

Introducción

En su día, la amplia gama de ventajas que se le atribuían a la implantación de la moneda única para los países que formaran parte de la Unión Monetaria Europea desde enero de 1999, no basta para ocultar la preocupación existente en torno a cual sería la reacción ante el primer problema serio que afectase de forma desigual a las economías nacionales que configuraban la Eurozona.

En este sentido, la última crisis económica que ha sufrido la Unión Europea en los últimos años constituye un banco de pruebas para responder a la anterior cuestión. En particular, uno de los aspectos que merece especial atención es el relativo al papel desempeñado por la política monetaria única tanto en etapa previa a la crisis como con posterioridad a la hora de minimizar los efectos negativos que esta provocó en los países miembros.

En la valoración de dicho papel ocupa un lugar preferente el tema de las asimetrías, tanto en lo que se refiere al impacto desigual que a nivel regional tienen las crisis como en los efectos asimétricos que se derivan de la aplicación de una política monetaria común en un contexto de evidente heterogeneidad entre las economías que configuran la Eurozona. De todos es conocido que algunas economías del sur de Europa tuvieron que hacer frente a situaciones críticas, que llegaron a poner en duda la permanencia de algunos países en la unión, e incluso el futuro del euro. Esta desconfianza en ciertas economías, ocasionó la distinción entre países del norte y del sur, algo que no hizo más que agravar la situación de crisis inicial, perjudicando al conjunto de la zona euro.

Parece pues evidente que, ante esta fragmentación de la Eurozona, la política monetaria única implantada por el Banco Central Europeo (BCE), no afecta de igual

manera a todos los países de la unión. De ahí, la necesidad de analizar algunos de los factores que condicionan la asimetría en la transmisión de la política monetaria única. Dicho análisis constituye el principal objetivo del presente trabajo, en el que intentaremos dar respuesta a una serie de preguntas relacionadas con esto: ¿por qué la zona euro no puede considerarse un Área Monetaria Óptima? ¿Qué tipo de circunstancias condiciona la disparidad de efectos de la misma política monetaria en distintos países de la Eurozona? ¿Qué tipo de reformas podrían contribuir a paliar el problema de la asimetría en la transmisión de la política monetaria instrumentada por el BCE?

Con la finalidad de apuntar algunas respuestas a estas preguntas, el presente trabajo se estructura de la siguiente manera. En el primer apartado haremos una revisión de la literatura sobre las Áreas Monetarias Óptimas (A.M.O.) , así como de los choques asimétricos que se pueden dar cuando no se cumplen los requisitos que debe cumplir una unión monetaria. A continuación, en el segundo apartado, analizaremos alguna evidencia relativa a los factores que actúan como condicionantes del sentido e intensidad con el que se transmiten los efectos de las decisiones del BCE a la economía real. En un tercer apartado, completamos nuestro trabajo apuntando algunas posibles vías de solución a estos problemas que condicionan la eficacia de la política monetaria en la Eurozona. Finalmente, resumimos las principales conclusiones.

1. Áreas Monetarias Óptimas y choques asimétricos.

1.1 Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas.

El concepto de Área Monetaria Óptima nos lleva en primer lugar a hablar de un proceso de integración entre los países miembros. Maesso (2011) sostiene que un proceso de integración económica hace referencia a una serie de acuerdos entre países, por lo general geográficamente próximos, que se comprometen a eliminar barreras económicas entre sí, lo que implica que puede tratarse de acuerdos complejos que van más allá de la liberalización comercial.

Según Jiménez (2012), el proceso de integración estaría compuesto por una serie de fases sucesivas, en las que los países aumentan sus relaciones comerciales, existe movilidad de factores y llegan a la situación de unión económica o unión monetaria. En esta fase los países cuentan con una moneda y política monetaria común dirigida por un Banco Central. Un paso más en la integración vendría con una política fiscal común a todos los miembros, por lo que la cesión de soberanía de los países sería completa.

Sin embargo, entendemos por un Área Monetaria Óptima (en adelante A.M.O.) una zona geográfica, con una moneda única y un Banco Central que lleva a cabo una política monetaria común. Ante esto, los gobiernos nacionales se ven obligados a renunciar a su moneda y, como consecuencia de ello, al tipo de cambio con los países que forman el área monetaria. Aparte de renunciar a una política cambiaria, formar parte de un A.M.O., hace que el país pierda soberanía a la hora de aplicar su política

monetaria propia, ya que estará condicionado por una política monetaria común a todos los países miembros (Sequeiros et al., 2012). Pero puede que, aún cumpliéndose todos estos requisitos, el área monetaria no sea óptima, y sea solamente un área monetaria integrada.

La pérdida de poder de decisión a nivel nacional que sufren estos países, lleva a la necesidad de identificar las condiciones que debe un cumplir un área monetaria para considerarla óptima y para que ningún país miembro salga perjudicado por sufrir choques negativos en su economía. Estas condiciones, que apunta Mundell (1961) en un artículo seminal sobre esta temática y que también pueden verse sistematizadas en trabajos como los de Mongelli (2008), son las siguientes:

- **Flexibilidad de precios y salarios.** Si en alguna economía de la unión se produce un choque negativo, afectará al nivel de precios y contribuirá al aumento del desempleo. Pero si esta flexibilidad se consigue, una disminución de precios y salarios incentivará la creación de empleo y ayudará a que el país no presente altos niveles de desempleo con respecto a otros de la unión, ni grandes diferenciales de inflación. Si esto es posible, el país tampoco necesitaría realizar políticas sobre el tipo de cambio para mantener la competitividad del país, puesto que el nivel de precios con respecto al resto de países será similar.
- **Movilidad de los factores de producción.** Ante un choque en la economía, los factores de producción, especialmente el factor trabajo, se verán negativamente afectados ocasionando un aumento del desempleo. Pero si el área monetaria cuenta con esta condición, en lugar de tener que producirse una bajada en los salarios para disminuir esta bajada en el desempleo, si se produce la movilidad del factor trabajo hacia otro país que no sufra este choque, el país evitará el aumento del desempleo sin modificaciones en los salarios.
- **Integración del mercado financiero.** Si se cumple esto, ante un ciclo recesivo de una economía que necesite financiación, las facilidades para realizar movimientos de capital entre los países serán mayores. Esta situación ayudará a que los países equilibren sus presupuestos, y como consecuencia de esto las diferencias en sus tipos de interés a largo plazo serán menores, lo que les resultará beneficioso a la hora de financiarse.

- **Grado de apertura de la economía.** Si el grado de relación comercial que tienen los países es elevado, sus precios tenderán a ser cada vez más similares por la competencia entre ellos. Por lo que, si las economías que forman la unión mantienen un elevado grado de apertura, y como consecuencia el diferencial de precios se reduce, tampoco será necesario que hagan modificaciones en sus tipos de cambio para ser más competitivo con respecto al resto de países.
- **Diversificación en la producción y el consumo.** Esta situación será beneficiosa para los países que sufran algún choque asimétrico en algún sector, ya que tienen la capacidad de diversificar su producción hacia otros sectores que no sean perjudicados por ese choque. El país no tendrá problemas de desempleo, ya que existiría un trasvase de trabajadores de un sector al otro, ni tampoco en el nivel de precios.
- **Similitudes en las tasas de inflación.** Ya que si las diferencias en los niveles de precios son bajas, fomentará mayores transacciones entre los países y sus relaciones también serán más estables, por lo que no necesitarán recurrir a la tasa de cambio para igualar la competitividad de los países.
- **Integración fiscal.** Si existe una institución que distribuye los fondos públicos centrándose en aquellas zonas afectadas por un choque negativo, conseguiría mantener al conjunto de las economías en una situación de equilibrio. De no darse esta situación, podrían existir países con déficits elevados en sus presupuestos, frente a otros con superávit. Esto haría que los países con deudas elevadas modificaran su tipo de cambio para facilitar el pago de la deuda en una moneda distinta.
- **Integración política.** Es decir, que todos los países que forman la A.M.O. se comprometan a mantener unas relaciones institucionales correctas y a cumplir con la política monetaria única.

Si la unión monetaria cuenta con estas características, podremos considerarla una A.M.O. Con el cumplimiento de estas condiciones, el ciclo económico de los países será más homogéneo y tendrán capacidad para hacer frente a las

perturbaciones que se puedan dar, sin tener que recurrir a la tasa de cambio o a políticas monetarias nacionales, por lo que la formación de una unión monetaria no supondrá ningún coste para los países miembros. Más adelante, teniendo en cuenta esto, veremos como la Unión Europea no es una A.M.O.

Además, los países deben tener ciertas características económicas semejantes, para que la aplicación de la política monetaria única tenga en todos los países efectos iguales y de magnitudes semejantes. Es decir, deben tener un nivel de inflación, tipos de interés (...) así como desequilibrios fiscales semejantes (Sequeiros et al., 2012). De esta forma, al estar todos los países bajo las mismas condiciones, no habría ninguno que saliese perjudicado por la aplicación de una política común que no es la adecuada para él pero que es válida para el resto.

En el caso de la Unión Europea, es por este motivo por el cual, ante la formación de una Unión Monetaria, se estableció un tratado que especificó las condiciones que los países deberían cumplir si querían entrar en la unión, con la finalidad de ser un grupo más homogéneo para establecer una política monetaria efectiva. El Tratado de Maastricht establecía unos criterios para la convergencia que se centraban en: la tasa de inflación de los países, niveles de deuda y déficit, tipos de cambio y tipo de interés a largo plazo. Si disminuían las diferencias sobre estos indicadores entre los países, estos verían reducidos los costes de renunciar a su tipo de cambio y su política monetaria nacional, por formar parte de una A.M.O.

En el caso de la zona euro, la convergencia era requisito imprescindible antes de formar la unión, suponiéndose que esta situación se mantendría en el tiempo por la mayor integración entre los países. Pero en la literatura existen varias teorías sobre si la formación de un Área Monetaria Óptima favorece la convergencia del grupo de los países que la forman, o si por el contrario, hace que las diferencias que puedan existir entre ellos en un primer momento aumenten.

Según Frankel y Rose (1998), el grupo de países miembros no tendría que cumplir los criterios mencionados antes de formar la A.M.O., sino que, ante el aumento de las relaciones comerciales los ciclos económicos de los países serán más similares. Por lo que, es tras producirse la unión entre los países cuando las diferencias entre ellos se minimizan, consiguiendo una mayor integración y menores diferenciales en sus indicadores.

Otro factor importante para la convergencia de los países, se debe a la movilidad de la mano de obra y los demás factores de producción. Si esto ocurre, los países no verán aumentar su desempleo ni sus niveles de precios ante la presencia de

choques negativos, sino que gracias a la movilidad de los factores podrán conseguir el equilibrio. Este aumento de la movilidad, con el correspondiente aumento del grado de apertura de la economía, ayudará a compaginar los ciclos económicos de los países logrando la convergencia.

Un papel importante para conseguir la convergencia de los países una vez se haya formado la unión, es el de las empresas multinacionales. Según Helpman y Krugman (1985), los países más avanzados colocarían sus plantas en los países menos desarrollados, consiguiendo hacer llegar la tecnología a esos países y favoreciendo que estos puedan imitarlo.

Por otro lado, podemos pensar que si el área monetaria está formada por países con características diferenciadas, que se encuentren bajo una misma política monetaria y moneda única, lo único que hará es que esas diferencias aumenten. Gran importancia en este aspecto tendrían los movimientos de capital entre los países miembros. El capital dentro del área se movería hacia los países más desarrollados y con mejor situación económica, marginando a los menos desarrollados o con una peor situación presupuestaria, aumentando los diferenciales entre ellos.

Al aumentar las diferencias entre los países, estos tienden a concentrarse en grupos atendiendo a esas diferencias. Por lo tanto, como resultado de formar una unión monetaria entre países heterogéneos, las diferencias entre ellos aumentarían aún más (Maza, 2004). El resultado de esto, serían dos grupos de países diferenciados por alguna característica relevante, como un menor nivel de desarrollo, elevados niveles de deuda, problemas presupuestarios... a menudo, estos grupos de países suelen denominarse países del norte y del sur, o países del centro y la periferia.

1.1.1 ¿Es la Eurozona una A.M.O?

Como ya se avanzó en el apartado anterior, la Unión Europea no es un Área Monetaria Óptima. Si recordamos las características que debe tener una A.M.O, veremos cómo, según De la Dehesa (2014), la Unión Europea no cumple algunos requisitos fundamentales:

- El factor **capital y trabajo deben moverse libremente** dentro del área. Algo que no ocurre en la zona euro, debido a las diferencias culturales y de idioma.

Si nos centramos en el capital, el sector bancario y financiero está poco integrado en comparación con Estados Unidos y Canadá. Podría considerarse un mercado cerrado, ya que los países impiden que entidades extranjeras compren bancos en sus propios países. Esto ocurre también con la crisis financiera actual, cuando países de la zona euro podían haberse hecho con entidades extranjeras que se encontraban mal económicamente, y estas compras en realidad fueron muy reducidas.

Por otro lado, los movimientos del factor trabajo en la zona euro vienen dados en mayor medida por los inmigrantes de fuera de la unión, que son los que mayor grado de movilidad tienen entre países. Si hablamos de los residentes de la Eurozona, aunque en los últimos años sí que aumentó su movilidad, también es cierto que esta se da como casos excepcionales y en un número aún muy reducido.

- Como ya se dijo, los **precios y salarios deben ser flexibles**, para contrarrestar los efectos de los choques negativos en alguno de los países.

Si hablamos de los salarios, uno de los motivos por los que quizás esta flexibilidad no sea la suficiente en la Eurozona, es que la negociación colectiva no se lleva a cabo en las empresas, donde los cambios en los salarios podrían realizarse de forma más rápida para adaptarse a cualquier situación, ya que el ámbito de actuación es más reducido. Por el contrario, la negociación colectiva se realiza mayoritariamente a nivel nacional, regional, provincial o sectorial, por lo que las rigideces son elevadas.

Por otra parte, los precios serían lo suficientemente flexibles y homogéneos si el mercado es único y abierto entre todos los países. Pero esta situación tampoco se cumple, debido a los elevados trámites y procedimientos administrativos para realizar la actividad en otro país.

- Una de las características más importantes, señalada por Baldwin y Wyplosz (2004), que tampoco se cumple es la de la existencia de un **presupuesto común** en la Eurozona. Esto permitiría poder realizar grandes transferencias entre los países con problemas en sus finanzas públicas como consecuencia de algún choque negativo.

Si lo anterior no se cumple, la política monetaria común tendrá efectos diferentes o incluso contrarios en los países miembros. Esta situación dará lugar a dos escenarios: un grupo de países con altas tasas de crecimiento e inflación, frente a otros que tendrán un ritmo de crecimiento más lento.

1.2 Choques asimétricos entre países que forman una unión monetaria.

Uno de los requisitos para la formación de una A.M.O., es que los países que integren una unión monetaria presenten unos indicadores económicos homogéneos, para que los costes de implantar una moneda y política monetaria única sean mínimos.

Pero si existen diferencias entre los países de la unión, la política implantada quizás no sea la idónea para un cierto grupo de países, pudiendo producirse choques asimétricos en algunos de ellos. Estos se definen como una alteración repentina en la economía que causa efectos de sentido contrario en distintas zonas, normalmente se habla de países (Núñez, 2011). Como se dijo anteriormente, una consecuencia importante de este hecho sería la distinción de dos grupos de países, que compartirían la misma moneda y estarían bajo una política monetaria común para todos. Ante esto, tendrían lugar lo que hemos denominado como choques asimétricos en determinados países, teniendo que actuar el Banco Central. La política que este aplique en un determinado momento podría resultar perjudicial para un grupo, mientras que resulta beneficioso para el otro, por sus diferencias en el ciclo económico, nivel de precios... Ante esta situación, y la definición que se dio al principio de una A.M.O., se podría decir que ese conjunto de países formarían parte de un área integrada o algo similar, pero no de una A.M.O.

Diferenciaremos dos tipos de choques: perturbaciones distintas entre los países o asimetrías en la transmisión de las políticas implantadas.

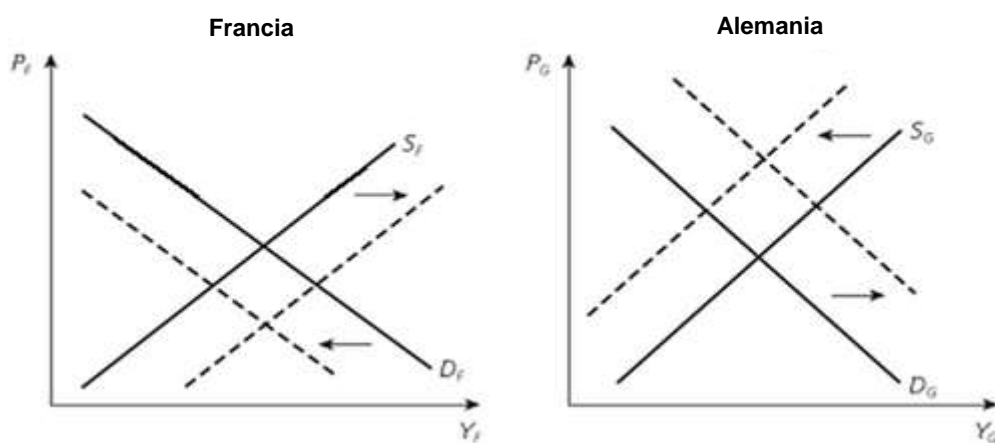
1.2.1 Perturbaciones distintas en los países de la unión.

El primer tipo de choques asimétricos a los que haremos referencia, serán los que se producen cuando un país sufre una perturbación positiva, frente a otro que sufre una perturbación negativa.

Para entender la situación a la que se enfrentan los países, consideramos el caso de un desplazamiento de la demanda (véase figura 1), desarrollado por Mundell en su artículo sobre las A.M.O., y al que más tarde De Grauwe (2012) hace referencia.

Suponemos que los dos países, Francia y Alemania, forman una A.M.O., con todo lo que eso conlleva y que se explicó anteriormente. También supondremos que los consumidores cambian sus preferencias en cuanto a los productos, en favor de los alemanes. Esto cambiará la demanda de ambos países, aumentando en Alemania y disminuyendo en Francia. Será importante tener en cuenta si estos cambios son permanentes o temporales, aunque por el momento se supondrá que son permanentes. La situación de los países será la siguiente:

Figura 1: Choque positivo y negativo en la demanda agregada.



Fuente: De Grauwe (2012).

Como consecuencia de estos cambios en la demanda, aumentará el desempleo en Francia ya que la demanda es menor, y se reducirá el desempleo en Alemania donde aumentará el nivel de precios, ya que la demanda es mayor.

Para solucionar esta situación, existen dos mecanismos válidos que hará que ambas economías regresen al equilibrio: en la medida en que exista flexibilidad de salarios y precios o movilidad laboral, los desequilibrios entre los países desaparecerán automáticamente sin la necesidad de que actúe el BCE.

Si no existe flexibilidad en los salarios ni movilidad laboral, la situación en Francia sería la de unos niveles de desempleo elevados, puesto que no se pueden fijar salarios menores para incentivar la contratación ni los trabajadores buscan empleo en otro país. Por otra parte Alemania al tener unos niveles de demanda y de empleo

elevados, debería fijar unos precios más altos. De esta forma los productos franceses serán más competitivos, por lo que serán más demandados y con esto se corregirá el problema del desempleo. En Alemania ocurriría lo contrario, llegando los países al equilibrio.

Pero si ambos países forman parte de una unión monetaria, estos ya no tienen el control sobre su política monetaria nacional. De esta forma si Francia cuenta con un problema de desempleo, la forma de solucionarlo pasa por una deflación en el país, mediante una bajada en los salarios, por lo que es necesaria la flexibilidad salarial. Por el contrario, Alemania se enfrentará a un problema de inflación.

Es decir, el problema estaría en que ante una misma situación, un país se enfrenta a una recesión mientras que el otro no, por lo que su situación requiere una solución diferente. Pero como acabamos de explicar, esto no es del todo posible cuando los países forman una unión monetaria y están bajo las políticas de un Banco Central común, lo que hace imposible diferenciar el tratamiento que se lleva a cabo en cada país. Es por esto, por lo que a los países les resultaría costoso formar una unión monetaria, ya que la política que aplique el BCE no se adaptará a las necesidades de cada país. Solamente si el choque al que hacen frente los países fuese simétrico, es decir, dicha perturbación afecta a todos los países en la misma medida, el BCE podría actuar con una política monetaria única sin que los países tengan que hacer frente a elevados costes.

1.2.2 Asimetrías en la transmisión de la política monetaria.

Además de los choques asimétricos que acabamos de explicar, si nos centramos en el ámbito de la política monetaria, también puede ocurrir que la actuación del Banco Central influya de manera diferente o con distinta intensidad en los distintos países que conforman una unión monetaria. Es decir, que la transmisión de la política monetaria del Banco Central a la economía real sea diferente según los países.

Esto puede ocurrir como consecuencia de diferencias estructurales entre los países, en relación al mercado de trabajo, de productos o a los mercados financieros (Sánchez, 2013). Así, por ejemplo, dentro de la zona euro, existen diferencias significativas en torno a ciertas variables, como los niveles de inflación, deuda pública o crecimiento económico, que contribuyen a intensificar este tipo de asimetrías.

Si existen diferencias importantes en cuanto al nivel de inflación de los países, esto afectará a su tipo de interés real (que se calcula como el tipo de interés nominal menos la inflación). Por lo tanto, aunque el BCE fije tipos de interés reducidos con el objetivo de estimular la economía, si la inflación es distinta en los países de la unión, este efecto que busca el BCE no se transmitirá a todos los países de la misma forma. Aquellos países que tengan niveles bajos de inflación, contarán con un tipo de interés real más elevado, por lo que el objetivo del BCE no se conseguirá en la misma medida que en los países que tengan altos niveles de precios.

Otra característica importante para determinar de qué manera influyen las decisiones del BCE en los países, está relacionada con la inversión empresarial. Aquí juega un papel importante el tamaño de las empresas o la facilidad de acceder al crédito por vías no bancarias. Si todos los países de la unión contaran con una situación similar, la decisión del BCE de bajar los tipos afectaría a todos los países por igual. Pero si por el contrario, existen países con empresas de pequeño tamaño y que por lo tanto necesitan de la financiación bancaria, las decisiones que se tomen en cuanto al tipo de interés que pagan por su financiación, les afectará en mayor medida, como es el caso de España. Lo contrario ocurriría en países donde la mayor parte de las empresas tienen un tamaño elevado o cotizan en bolsa, ya que las bajadas de tipos no les afectarían como en el caso anterior, por no depender tanto de la financiación bancaria.

Por lo tanto, teniendo en cuenta la heterogeneidad que caracteriza a los países que forman la zona euro, es muy posible que los niveles deseados en los tipos de interés difieran de un país a otro. Estas preferencias tan distintas en cada país, vienen dadas por ser sus estructuras económicas demasiado heterogéneas como para formar una unión monetaria.

1.3 Canales de transmisión de la política monetaria del BCE.

El proceso por el que las decisiones de política monetaria afectan a la economía, en general, y al nivel de precios, en particular, se conoce como mecanismo de transmisión de la política monetaria. Las decisiones del BCE en política económica se transmiten a través de diferentes mecanismos y acciones de los agentes económicos. Por otra parte, la transmisión de las decisiones sobre la política

monetaria puede tardar más o menos tiempo en afectar a la economía real, así como su intensidad y magnitud puede repercutir de manera diferente. En la evolución de las economías, incluso pueden influir variables que están fuera del control directo de estas, como por ejemplo las relacionadas con las materias primas. Por lo tanto, el Banco Central deberá tener en cuenta todos estos aspectos a la hora de tomar sus decisiones.

En cuanto a los mecanismos de transmisión a través de los cuales las políticas monetarias llegan a la economía real, el BCE (2011) y Praet et al. (2014), enumeran los siguientes:

- **El canal de los tipos de interés.**

Como único creador de dinero, el Banco Central, puede aplicar el tipo de interés que considere conveniente. Al modificar el tipo de interés, el Banco Central influye en el coste de la financiación de las entidades bancarias, que a su vez, lo repercuten a la economía real (créditos, depósitos...).

Este cambio podría tener algún efecto en las decisiones de ahorro e inversión de empresas y economías domésticas. La bajada en los tipos de interés oficiales, podría hacer que hogares y empresas aceptaran un mayor nivel de endeudamiento para financiar sus gastos, ya que el gasto por intereses al que tendrán que hacer frente es menor. También podría ocurrir que prefieran gastar su dinero en lugar de ahorrarlo, ya que la rentabilidad de sus ahorros tras la bajada de los tipos, es menor.

Esto contribuye al aumento en la demanda, e influye también en el mercado de trabajo, aumentando el nivel de empleo en la economía como consecuencia de la necesidad de más mano de obra tras el aumento de la demanda.

- **El canal del precio de los activos.**

En primer lugar, las decisiones del Banco Central influyen en el precio de activos financieros como bonos y acciones. Una disminución del tipo de interés del Banco Central, provocará una mayor participación de los inversores en la bolsa. Esto es así ya que la rentabilidad que ofrecen los bonos y los depósitos bancarios son bajos como consecuencia de la disminución del tipo de interés oficial, por lo que será más fácil que los inversores obtengan mayores beneficios en el mercado bursátil.

Este aumento en la demanda de títulos de bolsa, hará que su precio aumente, lo que afecta de manera positiva a los dueños de las acciones que verán aumentada su riqueza.

En segundo lugar, una modificación del tipo de interés, influye en el precio de los activos no financieros como son los bienes inmuebles. Ante la disminución del tipo de interés oficial del Banco Central, el Euribor también se vería afectado reduciéndose, lo que llevaría a un menor coste de las hipotecas y por lo tanto una mayor predisposición por parte de los hogares a la compra de una nueva vivienda. Esto, llevaría a un impulso del sector de la construcción, aumentando su actividad, la demanda y los precios. Por otra parte, este aumento en el precio de las viviendas, daría como resultado un aumento de la riqueza de los agentes que las poseen, algo que también influiría en el consumo y los precios.

- **Los canales crediticios.**

La oferta de crédito por parte de las entidades bancarias, puede verse afectada por las decisiones que tome el Banco Central en materia de política monetaria. Se diferencian tres canales:

- El canal del crédito bancario. Una disminución de los tipos de interés oficiales, hace que las entidades financieras propaguen también estos tipos de interés más bajos a sus clientes. Ante esto, ya que el coste de la financiación es menor, se supone que el riesgo de que estos agentes no puedan devolver sus préstamos es menor. Por lo tanto, estas entidades estarán dispuestas a ofrecer financiación a la economía real para gasto e inversión, lo que se traduce en mayores niveles de consumo y demanda agregada.

- El canal del balance financiero. Una disminución del tipo de interés por parte del Banco Central también puede afectar al balance de las empresas, provocando que el patrimonio neto de estas aumente. Como consecuencia de esto, aumenta el valor de los activos de garantía de las empresas, y por lo tanto una mayor capacidad de endeudamiento.

- El canal de asunción de riesgos. Se basa, en el riesgo que las entidades de crédito están dispuestas a asumir como consecuencia de la concesión de préstamos. Una disminución de los tipos de interés, aumenta el valor de los activos y de las garantías, por lo que los agentes económicos y las entidades de crédito estarán dispuestas a asumir mayores riesgos. Esto es así ya que mientras aumenta el precio de los activos, empresas y hogares estarán tentadas a comprar

para después vender a un precio aun mayor y obtener una rentabilidad. Por otra parte, estos niveles más bajos en los tipos de interés, hace que los agentes económicos obtengan bajas rentabilidades. Es por esto, por lo que se centran más en activos con mayor riesgo, es decir, tienen un tipo de interés más elevado, y por lo tanto ofrecen mayores rentabilidades.

- **El canal de los tipos de cambio.**

Una disminución de los tipos de interés del BCE, provocará una disminución de la demanda de euros, ya que la rentabilidad que ofrece esa moneda es menor, y por lo tanto también aumentará la oferta. Esto, tiene como resultado una devaluación del euro con respecto a otra moneda, como por ejemplo el dólar.

Las variaciones en el tipo de cambio, afectan a la competitividad de los países con esa moneda. Como consecuencia de la bajada en el tipo de interés y de la devaluación del euro, se producirá un aumento en la competitividad de los países de la Eurozona. Esto es así ya que, tras una devaluación del euro, la demanda de bienes y servicios por parte de países de fuera del euro aumentará, ya que estos serán relativamente más baratos en comparación con otra moneda.

- **El canal de las expectativas.**

Está relacionado con las expectativas que se crean en el sector privado de la economía. Se basa principalmente en el grado de credibilidad que tenga el Banco Central. Cuanto mayor sea esta, en relación con su compromiso en materia de política monetaria, más influencias tendrá en las expectativas de los agentes económicos.

Si los agentes económicos confían en el Banco Central para la estabilidad de precios, las expectativas de inflación se mantendrán también estables. Esta situación, llevará a fijar unos precios y salarios próximos a este nivel de estabilidad, ya que no hará falta fijar unos precios mayores por miedo a una mayor inflación en el futuro.

2. Asimetrías en la transmisión de la política monetaria del BCE.

2.1 Configuración de la Unión Monetaria Europea: dos grupos de países.

Para explicar las asimetrías en los mecanismos de transmisión de la política monetaria y los choques asimétricos que se pueden dar en una economía, empezaremos por delimitar dos grupos diferenciados de países en el ámbito de la Unión Europea.

Si nos remontamos a 1971, tendremos que hablar del final del Patrón Oro, que se basaba en la convertibilidad automática del dólar estadounidense y el oro, y la creación del Sistema Monetario Internacional (S.M.I.) con la serpiente en el túnel. Este mecanismo tenía como moneda central el dólar estadounidense, y fijaba unas bandas (estrecha y ancha), dentro de las cuales fluctuaba el tipo de cambio de las monedas.

Pero en 1979, tras el final del S.M.I., se crea el Sistema Monetario Europeo (S.M.E.), que no establecía ninguna relación con el dólar estadounidense, sino que se centraba solo en las monedas europeas. La finalidad de este sistema era controlar los tipos de cambio entre las monedas europeas, para conseguir una mejor integración entre los países ante la formación de una unión monetaria.

En el S.M.E., se establecían bandas de fluctuación para controlar los tipos de cambio de los países, una más estrecha del $\pm 2,25\%$, y otra más ancha $\pm 6\%$, dentro de las cuales tenían que fluctuar todas las monedas.

De esta forma, existía un grupo de monedas que mantenían unos tipos de cambio prácticamente fijos frente al marco alemán, y que cumplían sobradamente la banda estrecha, formando lo que se conoce como Área Marco ampliada. Por lo que, dentro del Área Marco, nos encontramos un conjunto de países con tipos de cambio fijos y diferenciales de inflación inexistentes, formada por Holanda, Austria, Bélgica, Luxemburgo, Francia y Dinamarca. Con estas características, el Área Marco era lo

más parecido a una A.M.O., formando un grupo idóneo para establecer una moneda única y una política monetaria común ante las semejanzas de los países miembros.

Pero a este grupo de países, hay que añadir los que tenían tipos de cambio fluctuando por la banda ancha, es decir, sus tipos de cambio no eran tan estables frente al Marco alemán. Entre estos países encontramos a España, Portugal, Italia y Reino Unido, o incluso Grecia, con el tipo de cambio fuera de la banda ancha.

Ante esto, nos encontramos con que dentro del S.M.E tenemos dos grupos de países bien diferenciados según la estabilidad de sus tipos de cambio y diferenciales de inflación. Por lo tanto, este será el criterio que utilizaremos para establecer los grupos de países en este trabajo, al igual que Sequeiros et al. (2012) en su publicación:

- por un lado los **países del centro**, o los de la antigua Área Marco, es decir, Bélgica, Alemania, Francia, Países Bajos y Austria;
- y por el otro lado los **países periféricos**, o de la banda ancha, es decir, Irlanda, España, Italia y Portugal y Grecia.

El estudio de las variables que se analizan a lo largo del trabajo, se ha realizado con todos los países mencionados anteriormente. Pero, para que la comprensión de los gráficos sea más sencilla, se mostrarán los datos correspondientes a la media de la zona euro, a España y al país del otro grupo que corresponda (en el anexo se encuentran los gráficos con todos los países).

El criterio que se ha elegido para esto es sencillo: de los países periféricos estudiamos España por ser el país en el que nos encontramos, y de los países del centro elegiremos el que sea más opuesto al caso Español. La elección de este país será indiferente, ya que si la Eurozona fuese una A.M.O. todos los países deberían presentar datos semejantes, por lo que si estos son muy heterogéneos se dará por supuesto que ni la Eurozona es una A.M.O., ni las políticas del BCE podrán influir en los países de la misma forma. Por último, cuando se tengan datos, se incluirá la media de la zona euro, para comprobar la situación de ambos países con respecto a esta.

2.2 Factores condicionantes en la transmisión de la política monetaria del BCE en la zona euro.

La forma en que se transmite a los países las políticas monetarias aplicadas por el BCE, no es igual ni tiene la misma intensidad en todos los países de la zona euro. Es por ello, que no todos los canales de transmisión tienen la misma importancia en todos los países, influyendo en mayor o menor medida en cada uno. Ante esta situación podemos decir que se han producido daños en los canales de transmisión, dificultando que las decisiones de política monetaria lleguen de forma correcta a la economía real. Por lo que una decisión que tome el Banco Central, no tendrá la misma repercusión en todos los países, haciendo difícil mantener una situación homogénea entre ellos. Esta situación, es mucho más grave en un contexto de crisis económica como el actual, ya que aunque el BCE lleva a cabo diversas medidas de política monetaria para conseguir la recuperación de los países, debido a estos daños en los canales, los resultados de aplicar la política monetaria única no son los mismos, puesto que algunos países no notan la mejora de la economía frente a otros que experimentan ciclos expansivos, algo poco razonable para una unión monetaria.

Así que para garantizar el objetivo de estabilidad de precios del BCE, los canales de transmisión de la política monetaria mencionados anteriormente, deben funcionar de forma correcta. Si esto sucede, las decisiones que tome el BCE afectarán de forma directa a las distintas economías (Amigot, 2013) y de forma similar a todos los países de la zona euro.

Muchos pueden ser los motivos de que las economías de la Eurozona sufran efectos diferentes por la aplicación de la política monetaria única. A efectos de sintetizar las posibles causas de las asimetrías, distinguiremos dos tipos: por un lado variables de naturaleza real y por otro variables de naturaleza monetaria-financiera.

2.2.1 Factores de naturaleza real.

Con variables de naturaleza real nos referimos a los indicadores estructurales de la economía, que se refieren al consumo o a la producción de bienes y servicios. Esteve y Prats (2007) exponen en su trabajo diferentes motivos, relacionados con estos indicadores, que pueden influir sobre las asimetrías entre los países.

- **Diferencias en el ciclo económico.**

Una modificación en el tipo de interés del BCE, o la realización de políticas monetarias no convencionales, tendrán mayor efecto sobre el PIB en situaciones de recesión de las economías, y viceversa. Esto es debido a la mayor debilidad de los agentes económicos en su situación patrimonial y de los balances de las empresas (BCE, 2002).

Por lo que, tendremos que fijarnos en los ciclos económicos de los países de la zona euro, que se muestran en el gráfico 1. Estos tendrían que seguir un patrón similar para que los efectos de las decisiones del BCE, fuesen en todos los países de la misma magnitud. Es decir, si cuando el BCE decide realizar una política determinada, las economías se encuentran en fases del ciclo económico diferentes, esta decisión del BCE afectará más a aquellas que se encuentren en una fase recesiva, dando lugar a asimetrías en la transmisión de las políticas.

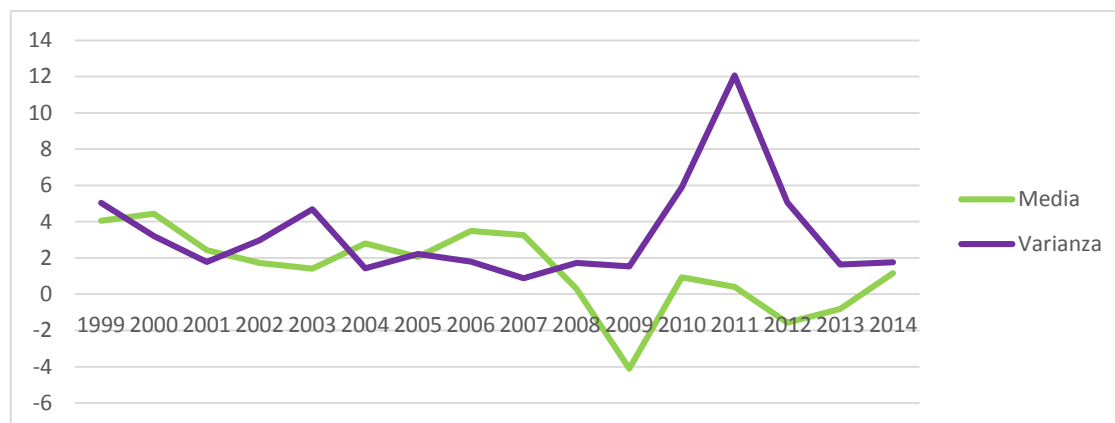
Gráfico 1: Tasa de crecimiento anual del PIB a precios constantes del 2010.



Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

Si nos fijamos en las tasas de crecimiento de las economías vemos como en el año 2008 todas entran en recesión. Pero es en años posteriores cuando países como Grecia siguen en recesión, mientras economías como la de Alemania ya registra tasas de crecimiento positivas. Estas diferencias crecientes en los ciclos económicos se reflejan en el gráfico 2.

Gráfico 2: Media y varianza de la tasa de crecimiento del PIB de los países de la zona euro.



Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

A nivel general se observa como todas las economías siguen a grandes rasgos el mismo patrón de tasas de crecimiento, pero si nos fijamos bien, comprobamos como aumentan las diferencias en el ciclo económico de los países. En el año 2008 todos los países entran en recesión, y se observa como las tasas de crecimiento se reducen en los países al mismo tiempo, pues la varianza apenas aumenta. Es a partir del 2009, cuando unos países empiezan a presentar tasas de crecimiento algo mayores, mientras otros siguen con tasas negativas, por lo que la media aumenta. Pero también lo hace la varianza, pues los ciclos económicos empiezan a estar descompasados y aumentan las diferencias en las tasas de crecimiento. Este hecho tiene su punto máximo en 2011, cuando algunas economías del sur vuelven a entrar en recesión, mientras los países del norte siguen con tasas de crecimiento positivas, perjudicando gravemente la transmisión de la política monetaria.

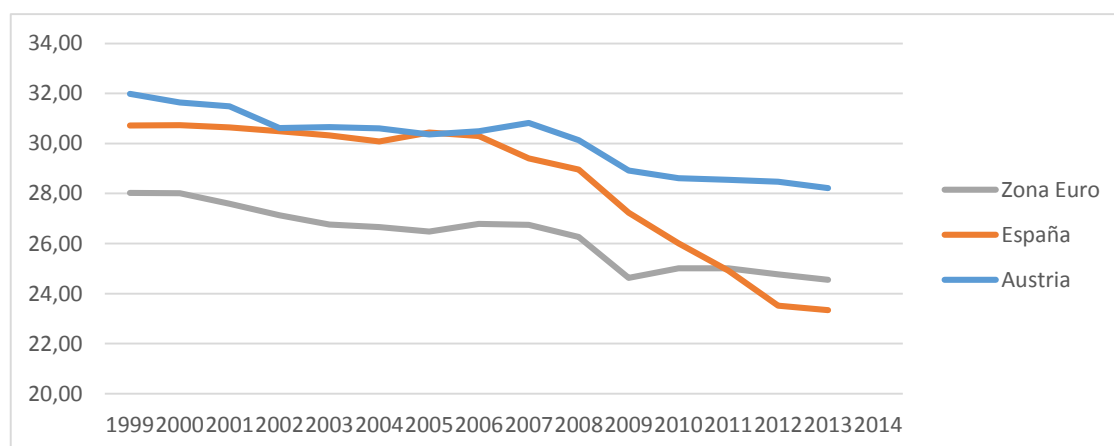
- **Diferencias en la estructura económica sectorial.**

Según Dedola y Lippi (2005), ante un shock monetario, las variaciones del PIB en las economías pueden diferenciarse de forma importante unas de otras, aunque este efecto individualmente no sea lo suficientemente importante como afectar de forma considerable a los mecanismos de transmisión de las políticas.

Por lo tanto, las actuaciones del BCE afectarán en mayor o menor medida a los países dependiendo de los sectores que predominen en cada economía. Los sectores donde las variaciones de la política monetaria influirán en mayor medida, serán aquellos dedicados a producir bienes duraderos como el sector de la construcción, o los intensivos en capital. Por lo tanto, tendremos que fijarnos en la estructura

productiva de los países de la zona euro, y en qué bienes producen, poniendo especial interés en el sector de la industria, como se muestra en el gráfico 3.

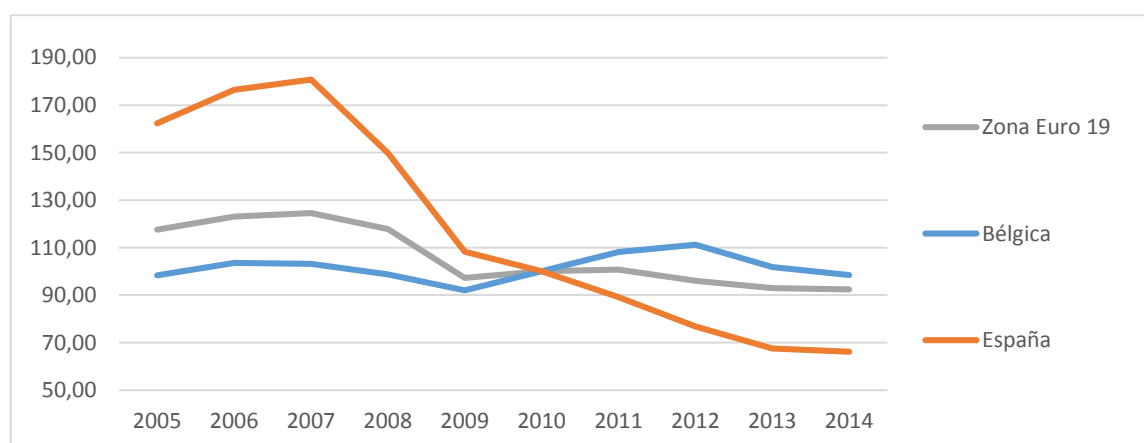
Gráfico 3: Peso del sector industrial en la economía (% PIB).



Fuente: elaboración propia a partir del Banco Mundial.

El país más especializado es Austria (también Alemania), incluso por encima de la media, y también de España. Pero dentro del sector de la industria, nos fijaremos por ejemplo, en la producción de bienes duraderos (véase gráfico 4) y construcción (véase gráfico 5), para determinar las diferencias en la estructura económica de los países, y de esta forma ver de qué manera influye la política monetaria en cada uno.

Gráfico 4: Evolución de la producción de bienes de consumo duradero (Índice 2010=100).

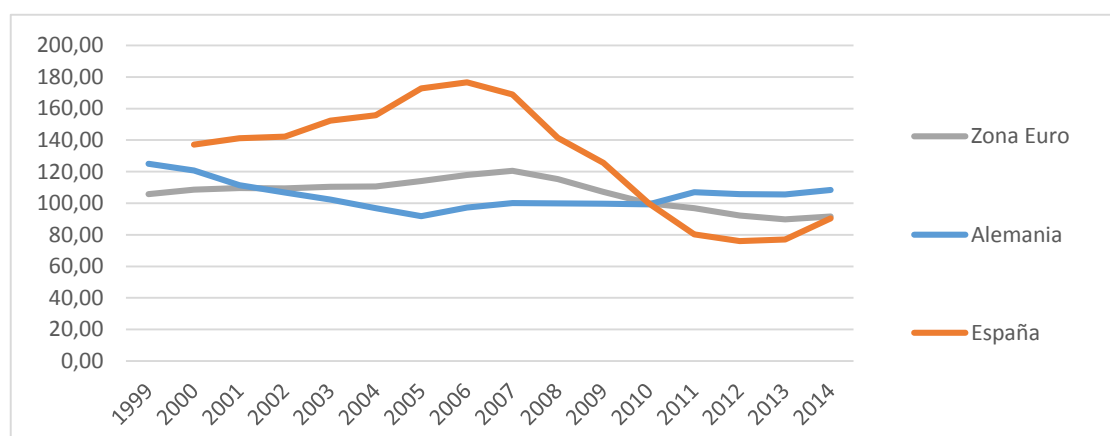


Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

Si nos fijamos en la producción de bienes de consumo duradero, llegamos a la misma conclusión anterior, aunque si tenemos en cuenta todos los países, no se diferencian claramente los países del norte y del sur, pero sí que predominan los países del norte en los más especializados en esta actividad.

Analizaremos ahora el sector de la construcción, otro sector donde los países especializados en él son más sensibles a las políticas del BCE.

Gráfico 5: Evolución de la producción en la construcción (índice 2010=100).



Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

Destacamos aquí la especialización de España en este sector, como consecuencia de la burbuja inmobiliaria. En esos años, la producción entre los países también era bastante heterogénea, y con la crisis la situación se invierte, manteniéndose esos diferenciales. Vemos como ahora España se sitúa por debajo de la media de la Eurozona (como Grecia o Portugal). En los países del norte como Alemania, se ha mantenido casi constante, aumentando ligeramente.

Por lo tanto, aunque no podamos establecer dos grupos claramente diferenciados en cuanto a la estructura sectorial de los países, sí podemos decir, que en la mayoría de los casos los países con mayores índices de producción en estas actividades son países del norte. Por lo que en estos países del norte será donde la política monetaria impuesta por el BCE influya en mayor medida según esta teoría.

2.2.2 Factores de naturaleza monetaria-financiera.

Dentro de esta categoría nos centramos en las variables vinculadas con el sistema financiero (instituciones, mercados y activos). En este sentido, y a efectos de

sistematización tomamos como referencia la distinción que realizan Praet et al. (2014) entre anomalías verticales y horizontales.

Las anomalías verticales se refieren a los daños en la transmisión de las decisiones de política monetaria desde el nivel inicial, que sería el BCE, hasta el nivel de la economía real, pasando por el mercado interbancario y las entidades de crédito. Los fallos en este sentido, se refieren a que las decisiones que toma el BCE no llegan de la forma correcta a la economía real por problemas en el sistema financiero.

Por otra parte, diferenciamos también las anomalías horizontales en la transmisión de las políticas. Estas ineficiencias se refieren a que los efectos que las políticas tienen sobre un grupo de países de la zona euro no se contagiaba a los países vecinos, debido a los problemas de deuda de algunas economías.

Anomalías Verticales.

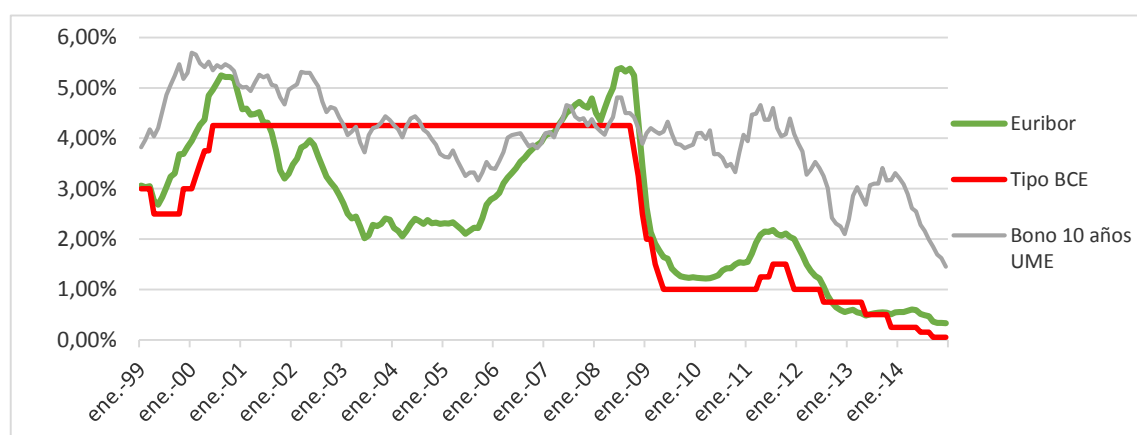
Estos problemas están relacionados con los mercados interbancarios y los problemas de financiación de estos, lo que hace que el tipo de interés que fija el BCE, no se transmita a la economía real. Si se dan problemas en este ámbito, se pierde la vinculación entre los tipos de interés que fija el BCE, y los del mercado interbancario, lo que impide que las decisiones del Banco Central se transmitan de forma correcta. Si este problema se da de forma continuada en el tiempo, y se produce una escasez de financiación por parte de las entidades bancarias, afectará de forma negativa a todo el sistema financiero y la economía real. Esto es así, ya que por mucho que el BCE actué bajando sus tipos de interés, el mercado interbancario actuaría de obstáculo para transmitir esta reducción de tipos a los agentes económicos a través de los créditos, depósitos...

Como consecuencia de esto, pueden aparecer problemas como por ejemplo que los mercados financieros fijen tipos de interés mayores, o algo más grave, como que no se pueda seguir proporcionando crédito a la economía real.

Para contrarrestar las consecuencias negativas de la crisis económica que se estaba produciendo en Europa, el BCE adoptó una serie de medidas de política económica. Una de ellas fue la de reducir el tipo de interés de sus operaciones principales de financiación (MRO) a niveles históricamente bajos para estimular la economía. Este tipo de interés oficial del BCE se redujo desde el 4,25% en 2008 hasta el 0,05% a finales de 2014.

Durante estos años, el tipo de interés se incrementó ligeramente en 2011 `` con el fin de hacer frente a riesgos alcistas para la estabilidad de precios que se daban en aquel momento`` (González-Páramo, 2012: p.87). Pero la situación de las economías, especialmente las del sur de Europa era cada vez más grave, y con el objetivo de estimular de nuevo el crecimiento de la zona euro y facilitar la financiación, el BCE redujo aún más el tipo de interés (véase gráfico 6).

Gráfico 6: Tipo de interés del BCE, el Euribor y la media del bono a 10 años de la UEM.



Fuente: elaboración propia a partir de INE y Datos Macro.

Además de las bajadas del tipo oficial del BCE que acabamos de explicar, el gráfico muestra también los datos del Euribor. El Euribor, es el tipo de referencia interbancaria a un año. Lo calcula la Federación Bancaria Europea con los datos de las principales entidades de la zona del euro. Consiste en el tipo de interés medio de contado para las operaciones de depósito de euros a plazo de un año (Banco de España, 2013).

Podemos observar cómo, en el año 2007, el tipo de interés en el mercado interbancario aumentó de manera importante. Este hecho contribuyó al aumento de la desconfianza entre las entidades bancarias, dando como resultado un mal funcionamiento de los mercados financieros, algo que impediría la correcta transmisión de la política monetaria (Berganza et al., 2014).

Si comparamos los tipos de interés del gráfico, podemos comprobar como la política del BCE no se transmite de la manera correcta al mercado interbancario. Para que esto sucediese, una bajada del tipo oficial del BCE, tendría que ir seguida de una bajada similar del Euribor, y esta relación se pierde desde comienzos del 2002. Lo

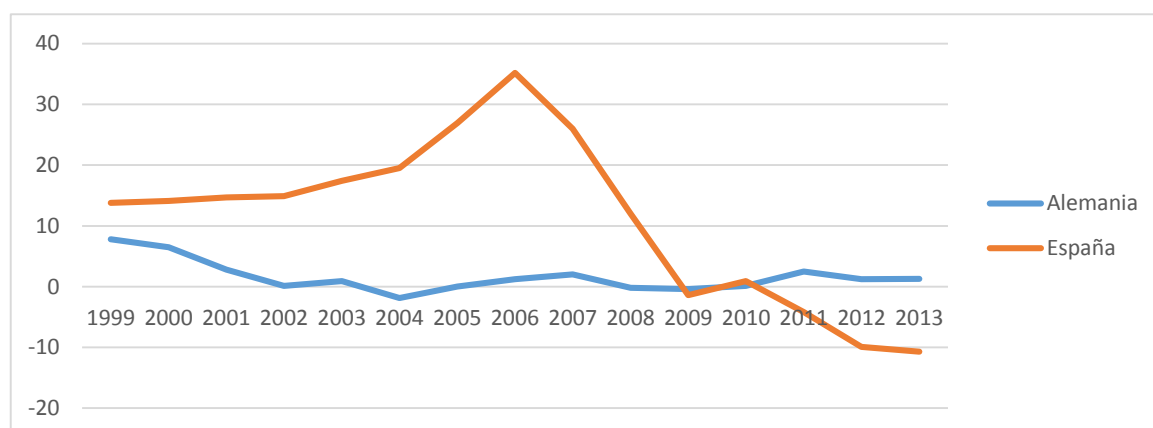
mismo ocurre si introducimos en la comparación otro tipo de interés a largo plazo, como la media del bono a 10 años de la UME, por lo que, según estos datos, podríamos afirmar la incorrecta transmisión de la política del BCE, a través del canal de los tipos de interés.

Como se explica en el apartado anterior, una modificación en el tipo de interés del BCE, se transmite a la economía real, a través de distintos canales. Pero si estos canales se dañan por algún motivo, las actuaciones del BCE influirán en los países de la zona euro con distinta intensidad o incluso de forma contraria.

- **Crédito bancario.**

Con la bajada de tipos, lo que se busca el BCE es estimular el crédito, para finalmente favorecer la demanda agregada. Así es como se transmite la política monetaria a través del canal de los tipos de interés: si el tipo del BCE se reduce, se reducen los tipos del mercado interbancario y finalmente el tipo de interés que ofrecen las entidades de crédito, por lo que el crédito a la economía real debería aumentar.

Gráfico 7: Evolución del crédito privado (% PIB).



Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

Mientras el BCE baja su tipo de interés, el crédito en la economía disminuye. Esta caída es más pronunciada en España (también Irlanda o Italia), por lo que los objetivos del BCE aquí no cumplen su objetivo. Esto no ocurre en Alemania (o Francia), ya que el crédito se incrementa ligeramente.

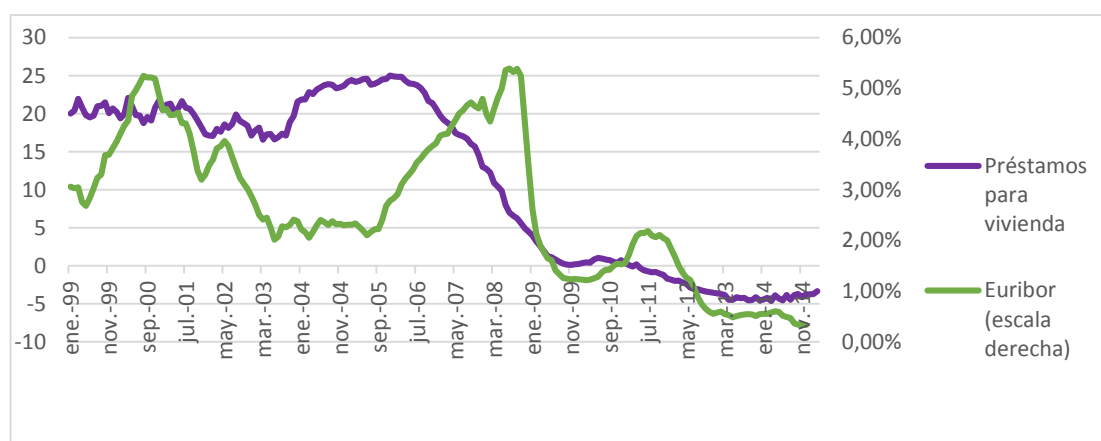
Es decir, en líneas generales, el crédito aumentó en los países del norte de Europa, por lo que podríamos decir que el mecanismo de transmisión funciona correctamente, y el BCE puede llevar a cabo sus objetivos. Frente a esto, nos

encontramos con los países del sur, donde el crédito en lugar de aumentar por la bajada de los tipos, disminuye. En este grupo de países podemos decir que se rompe el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

- **Euribor, hipotecas y precio de la vivienda.**

El Euribor, aparte de ser un tipo de interés para las operaciones interbancarias, es el tipo que se utiliza como referencia para fijar el precio de las hipotecas. Por lo tanto, se entiende que una bajada de este, estimula el crédito hipotecario (véase gráfico 8), ya que la proporción del pago de intereses sería menor, abaratando el precio de las hipotecas.

Gráfico 8: Evolución de la financiación a los hogares e ISFLSH destinado a préstamos para vivienda en España.

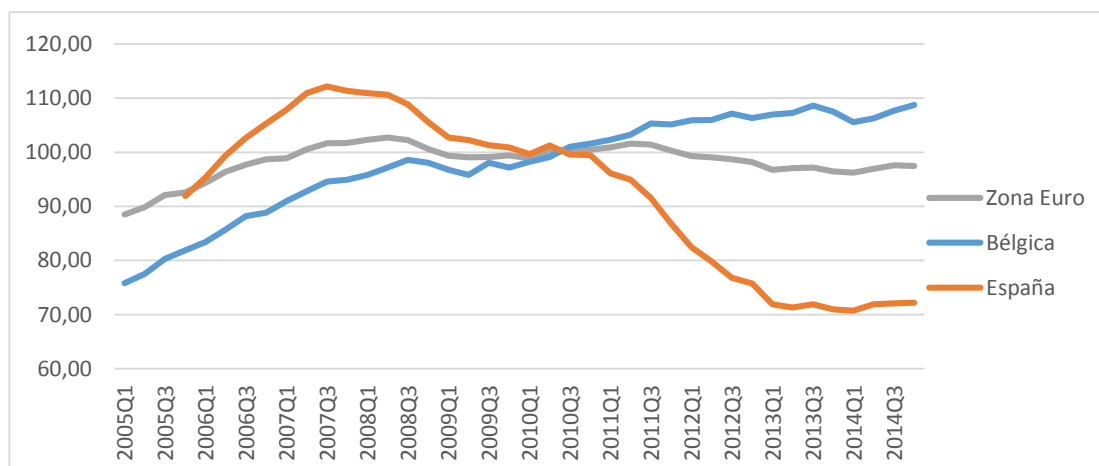


Fuente: elaboración propia a partir de BDE.

A principios del 2000 hasta el 2003, el Euribor sufre una bajada importante. Motivado por esto, la compra de viviendas se dispara, lo que se refleja en el aumento de los préstamos para la vivienda, con el correspondiente aumento de la deuda privada que analizaremos a continuación. Vemos como, en el 2008 se rompe el canal del tipo de interés, ya que, como consecuencia de la reducción del tipo del BCE que se muestra en el gráfico 6, el Euribor también cae, pero los préstamos para vivienda se reducen, por lo que no se consigue incentivar la compra de vivienda. Si la política del BCE se transmitiera de forma correcta, ante esta reducción del Euribor, se esperaría una reactivación del mercado de la vivienda ya que el precio de las hipotecas se reduciría, por ser menor la proporción de intereses, lo que se traduciría en un aumento de la compra de viviendas.

Esta caída en la compra de viviendas se traduce en una caída de los precios, especialmente pronunciada en el caso español y que se muestra en el gráfico 9.

Gráfico 9: Evolución de los precios de la vivienda (índice 2010=100).



Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

Por lo general hasta el 2008, el precio de la vivienda aumentó en todos los países europeos, pero en España este crecimiento fue mayor incluso que en la media de la Eurozona, por lo que en el mercado de la vivienda también existen importantes diferenciales en el nivel de precios. La explicación a esta escalada en los precios la encontramos en el gráfico 8. Entre el 2004 y el 2008 los préstamos para la vivienda llegaron a su máximo nivel, es decir, aumentó fuertemente la demanda, cuando precisamente el Euribor se encontraba en sus niveles más bajos. Esto se traduce en un rápido crecimiento de los precios, lo que provocó por un lado que los propietarios de viviendas aumentaran su riqueza, puesto que su valor era mayor, y por otro la compra especulativa por parte de los agentes económicos. Todo esto hizo que el sector de la construcción fuese más activo y ayudó reducir el desempleo, lo que contribuyó a agravar la burbuja.

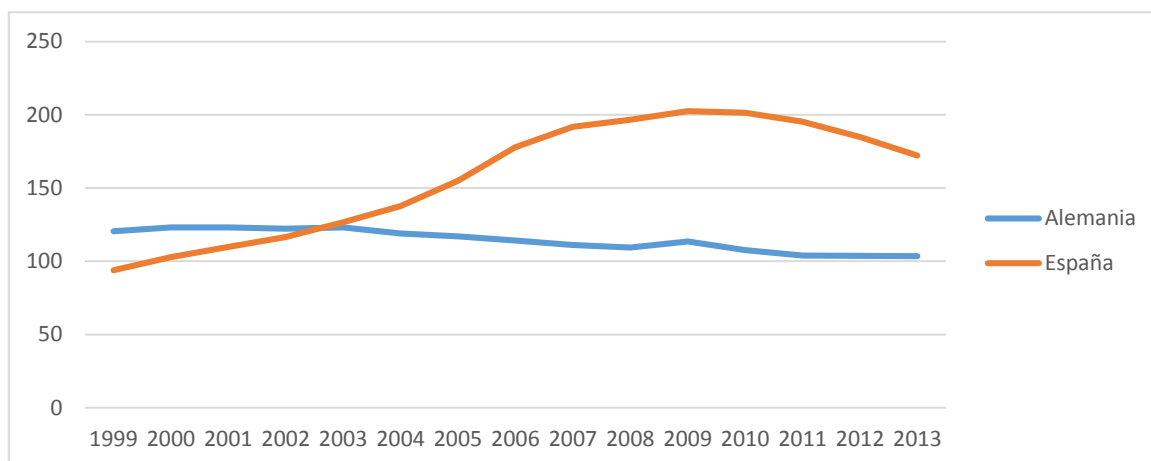
Con la llegada de la crisis, la bajada en los tipos de interés, dio un respiro al pago de la deuda hipotecaria de los agentes que habían adquirido su vivienda en los años anteriores, ya que la proporción de intereses que tienen que pagar se reduce.

- **Deuda Privada.**

Esta disminución del tipo de interés oficial, afecta como ya se ha dicho a los tipos de interés del mercado interbancario. Si la política se transmite de la forma

correcta, las entidades bancarias bajarán los tipos a sus clientes, haciendo que paguen una proporción menor en concepto de intereses. Si analizamos la situación de los países de la Eurozona, en el gráfico 10 vemos como, con la llegada de la crisis, las empresas y economías domésticas presentan elevados niveles de deuda.

Gráfico 10: Evolución de la deuda privada (% PIB).



Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

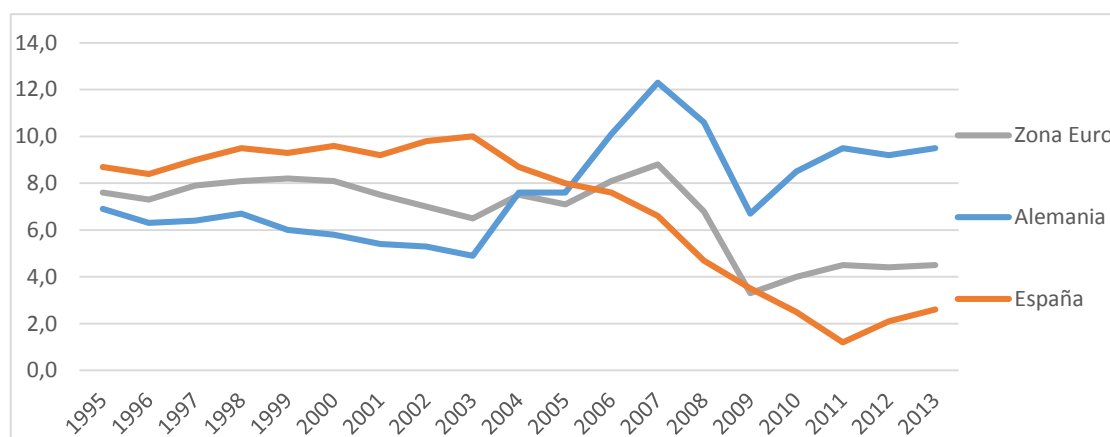
Observamos el elevado nivel de deuda privada en España, relacionado con la compra de viviendas y el aumento de los préstamos a los hogares al que hicimos referencia en el gráfico 8. Veíamos como a partir del 2007 la tasa de crecimiento de los préstamos para viviendas se reducía, pero se mantenía en valores positivos hasta el 2011 por lo que contribuye a aumentar la deuda privada acumulada. Como consecuencia, vemos como España es uno de los países más endeudados (también Irlanda o Portugal), aunque en los últimos años está reduciendo su deuda debido al proceso de desapalancamiento de los hogares. En la situación contraria encontramos a Alemania, que ha mantenido unos niveles de deuda casi constantes.

Si un país cuenta con una gran proporción de deuda privada, estos agentes estarán pagando una parte importante de intereses. Por lo que, la decisión del BCE de bajar los tipos y en definitiva la reducción de los intereses de las entidades de crédito, será un beneficio importante para esa economía, que podrá destinar parte del dinero que antes necesitaba para pagar interés, a consumo e inversión.

Con estos niveles de deuda tan elevados, el margen de ahorro para el sector privado es muy reducido. Pero en los últimos años de la crisis, como vimos se redujo

el crédito al sector privado y por lo tanto los agentes económicos intentan reducir sus niveles de deuda destinando una parte de su renta al ahorro (véase gráfico 11).

Gráfico 11: Evolución del ahorro neto (% PIB).



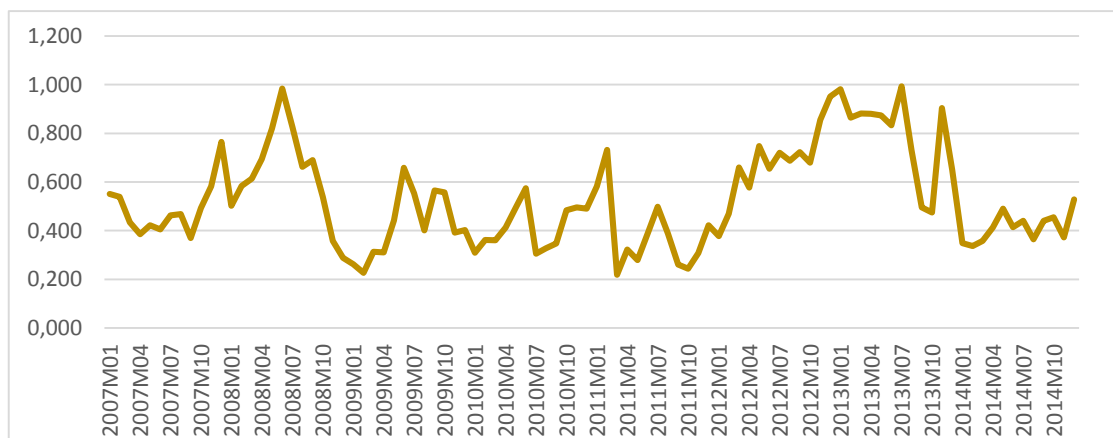
Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

Los niveles de ahorro de los países tampoco son lo suficientemente homogéneos, aumentando cada vez más las diferencias. El ahorro en España cayó en picado desde el año 2003, influido por el aumento del crédito y la compra de viviendas, hasta situarse incluso por debajo de la media de la Eurozona. Por el contrario, países como Alemania, han aumentado notablemente sus niveles de ahorro, y aunque estos se han visto perjudicados por la crisis, se sitúan por encima de la media de la zona euro.

- **La persistencia en los diferenciales de inflación.**

Las diferencias en los niveles de precios en las economías de la zona euro, influyen de manera significativa en la correcta transmisión de la política monetaria. Un estudio realizado por el Banco Central Europeo (2003) se centra en los niveles de inflación de las economías de la zona euro, así como en los diferenciales. Teniendo en cuenta los datos, los diferenciales de inflación han tendido a aumentar desde la crisis económica del 2008, como se demuestra en el gráfico 12 con el aumento de la varianza, sobre todo a partir del 2012, algo que perjudica la puesta en marcha de una política monetaria única para el conjunto de los países.

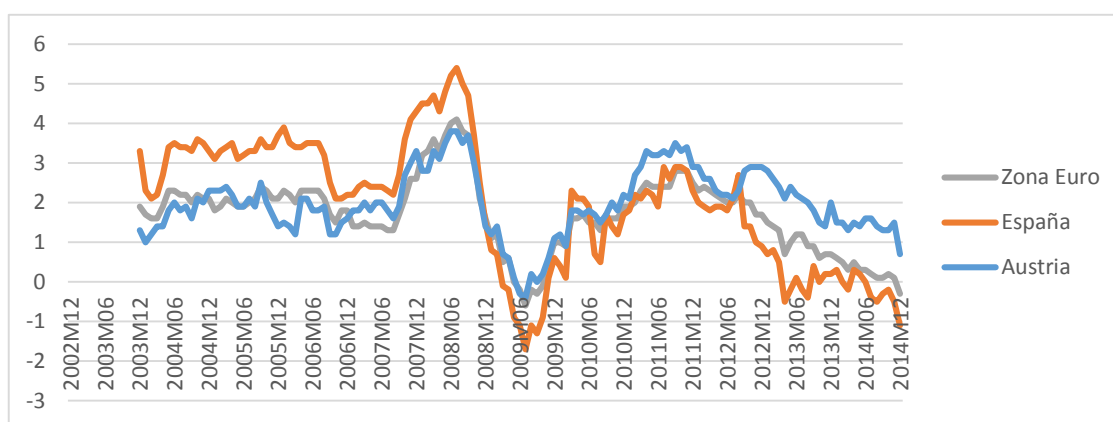
Gráfico 12: Varianza de la tasa de crecimiento anual de la inflación (datos mensuales).



Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

Las diferencias en los niveles de precios pueden provocar que una variación del tipo de interés oficial del BCE, no se transmita por igual a todas las economías, ya que el tipo de interés real será también diferente. Como explicamos anteriormente, el tipo de interés real se calcula como el tipo de interés nominal menos la inflación. Con la información que nos da el gráfico 13, vemos como el objetivo que busca el BCE con la bajada del tipo oficial, se transmitirá mejor la Austria. Esto es así ya que, su inflación es superior a la media, por lo que su tipo de interés real será menor. Lo contrario ocurre en España, que como presenta niveles de inflación inferiores a la media, su tipo de interés real será mayor.

Gráfico 13: Crecimiento anual de la inflación (datos mensuales).



Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

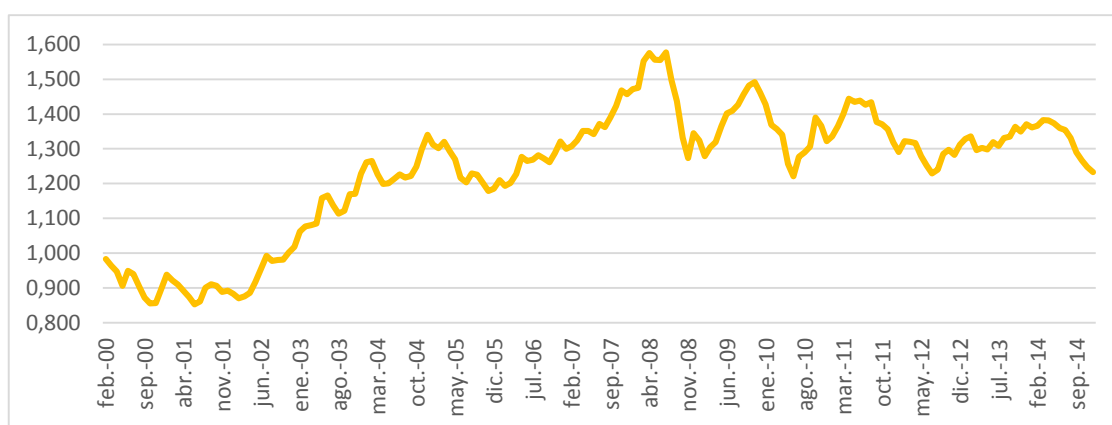
El motivo de que los diferenciales de inflación sean cada vez mayores puede deberse a múltiples causas, como las diferencias en el ciclo económico de los países, ya que los países con mayores tasas de crecimiento, presentan niveles de inflación más elevados, y viceversa. También puede deberse a distintos patrones de consumo en los países.

Para Sinn y Reutter (2001) las razones de esta creciente diferencia en los niveles de precios se deben a que la convergencia de los países para la formación de la zona euro, se inició con niveles de precios y productividad muy diferentes. En el estudio realizado por Angeloni y Ehrmann (2004), defienden que estos diferenciales de inflación dan lugar a mayores diferencias en los precios, y que estas diferencias pueden ser aún mayores con las ampliaciones de la UME, debido a las diferencias entre los países.

- **Tipos de cambio y grado de apertura.**

Como consecuencia de la bajada del tipo de interés del BCE, los inversores pueden dejar de demandar euros, ya que la rentabilidad que se obtiene invirtiendo en esta moneda es menor, y por otra parte, los propietarios de esta, decidirán comprar otra moneda con mayor valor, ofertando sus euros. Esta disminución de la demanda y aumento de la oferta, provoca la pérdida de valor del euro, es decir, se devalúa frente a otra moneda, como el dólar (véase gráfico 14).

Gráfico 14: Tipo de cambio Euro-Dólar.



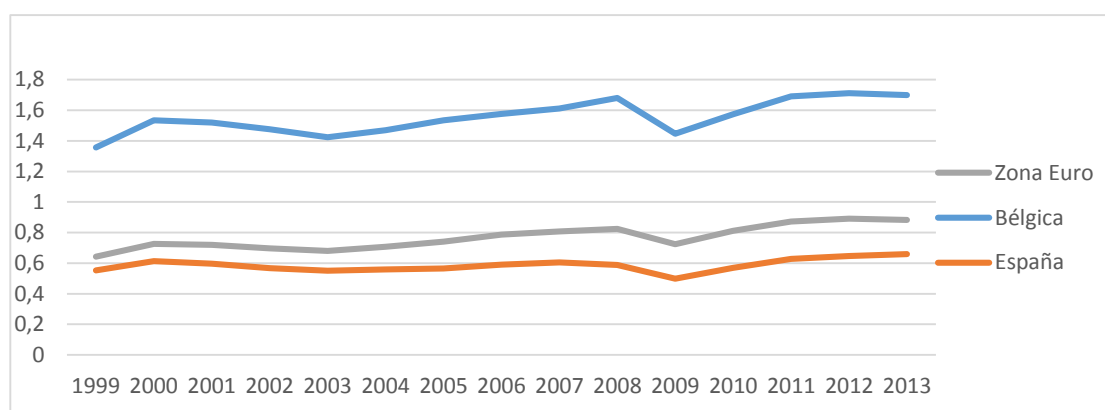
Fuente: elaboración propia a partir de Banco de España.

Esto provoca que los países del euro necesiten más euros para pagar la misma cantidad de dólares. Esto influirá en las importaciones de productos de fuera del área

euro, que serán relativamente más caras. Si esos productos se destinan al consumo, ese aumento en su precio se repercutirá a los consumidores, por lo que contribuirá a aumentar la inflación.

Por otro lado, con esta pérdida de valor del euro, harán falta menos dólares para comprar los mismos euros. O lo que es lo mismo, se podrán comprar más bienes y servicios en euros con la misma cantidad de dólares. Esto se traduce en un aumento de la competitividad de los países del euro frente al exterior, es decir, los países de la zona euro, aumentarán sus exportaciones a países de fuera. Pero para que este hecho tenga la importancia suficiente en un país, las exportaciones de este deberán ser elevadas, o lo que es lo mismo, deberá tener un alto grado de apertura.

Gráfico 15: Grado de apertura externa de la economía.



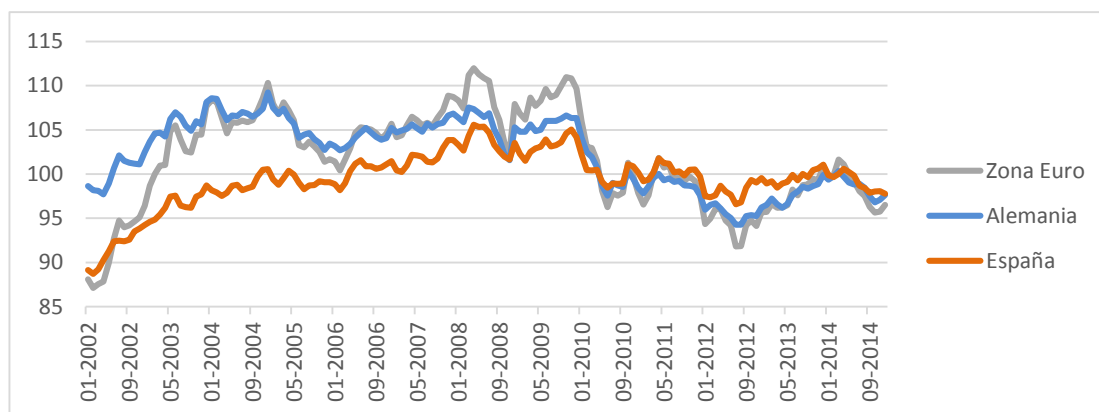
Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

Países como Bélgica tienen un grado de apertura superior a la media de la zona euro (también Alemania). Por otro lado, España se situaría por debajo de la media. Es decir, Bélgica se beneficiaría en mayor medida de esta depreciación del euro, puesto que sus relaciones comerciales con el exterior son más elevadas que en el caso español, y con esta depreciación del euro exportará una cantidad de bienes aún mayor.

El tipo de cambio, muestra el precio de una moneda frente a otra, en este caso el precio del euro frente al dólar. Pero también es conveniente analizar el tipo de cambio efectivo real, que representa el precio relativo de una cesta de productos de un país en relación a la de otro país (Paúl, 2015). Por lo que aquí juega un papel importante la inflación de cada economía. Como hemos dicho, los países pertenecientes a una unión monetaria deberían de tener una inflación similar, por lo

que el tipo de cambio efectivo real (véase gráfico 16) debería de ser casi idéntico ya que este se define como $TCR = TC \times P.ext./P.nac.$

Gráfico 16: Evolución del tipo de cambio efectivo real.



Fuente: elaboración propia a partir de bis.org

Pero esto no ocurre en la Eurozona, puesto que como vimos en el gráfico 13, el nivel de precios es diferente en cada economía. Esto repercute en la competitividad de cada país, ya que aunque usan la misma moneda, la misma cesta de productos será más barata en unos países que en otros. Si no existiesen diferencias significativas en los niveles de precios, todas las economías serían competitivas y el tipo de cambio efectivo real sería idéntico.

En el gráfico 16, vemos que hasta el 2010 el tipo de cambio efectivo real en España era menor que en Alemania. Esto es así porque el nivel de precios en España era mayor, es decir, la economía española era menos competitiva. Ocurre lo contrario en los últimos años, debido al proceso de devaluación interna que se realizó en la economía española, que mostró una caída en el nivel de precios, llegando a tasas negativas. Es por esto por lo que el tipo de cambio real se aprecia, y la economía española es más competitiva.

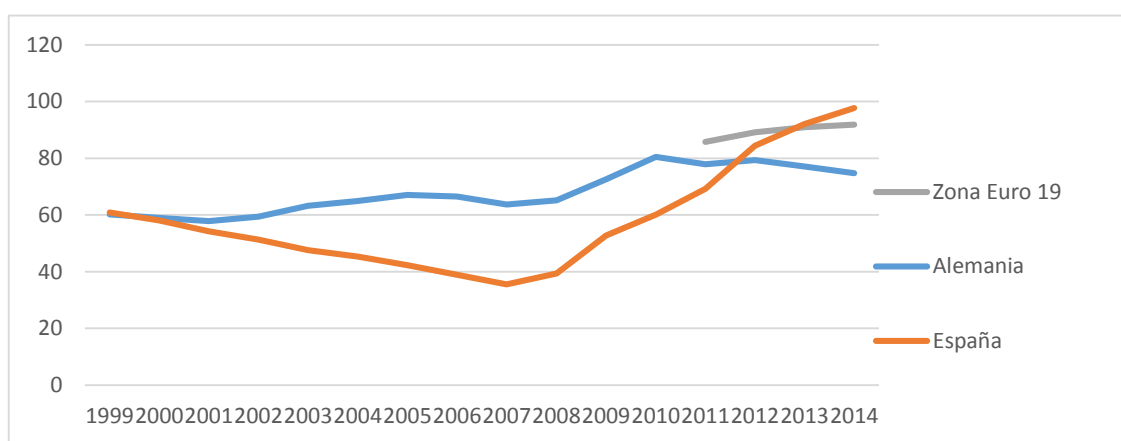
Anomalías Horizontales.

Este tipo de anomalías se refieren a que la política monetaria no se transmite de unos países a otros como debería. Esto es así por la crisis de deuda soberana que sufrían ciertos países europeos y la situación fiscal de estos. En un principio, estas complicaciones en el mercado de deuda pública, influían principalmente a Grecia. Pero

esta situación se contagió a otros países del sur de Europa, llegando en 2011 a Italia y España. Esta falta de solvencia como consecuencia de la crisis de deuda, hizo que los inversores discriminaran entre países del norte y sur de Europa, por lo que las decisiones del BCE en cuanto a sus políticas, no se transmitían de la misma forma hacia todos los países.

La situación general de crisis, las dificultades para conseguir financiación así como los sucesivos rescates en distintas economías europeas, influyeron de forma negativa en la situación fiscal de los países del euro, aumentando su deuda pública considerablemente, como se muestra en el gráfico 17.

Gráfico 17: Evolución de la deuda pública (% PIB).

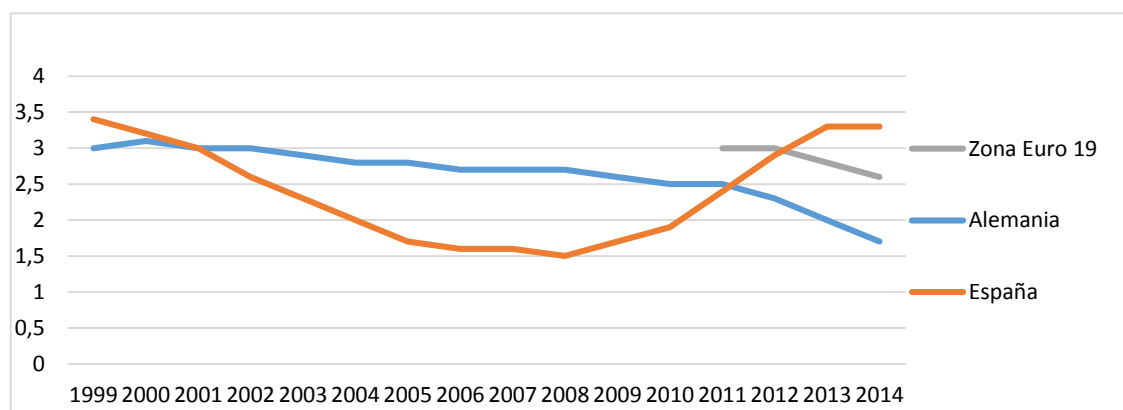


Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

Vemos como la deuda pública en España se dispara desde 2008, llegando a superar en los últimos años la media de la Eurozona. Por otra parte, en el norte de Europa no notaron tanto estos efectos, por lo que si nos fijamos en el gráfico vemos como la deuda alemana, aunque aumentó, se mantuvo por debajo de la media.

Pero además de las consecuencias negativas del aumento de la deuda pública como son los recortes en el gasto público de los países, también es importante la cantidad de dinero que destinan estos al pago de los intereses de la deuda (véase gráfico 18) . Como se explicó, cuanto mayor sean los niveles de deuda, mayor será la desconfianza de los inversores hacia ese país. Esto aumentará el tipo de interés de los bonos de la deuda, haciendo que el país destine más cantidad de dinero al pago de estos, contribuyendo a mayores niveles de deuda.

Gráfico 18: Intereses pagados sobre la deuda pública (% PIB).

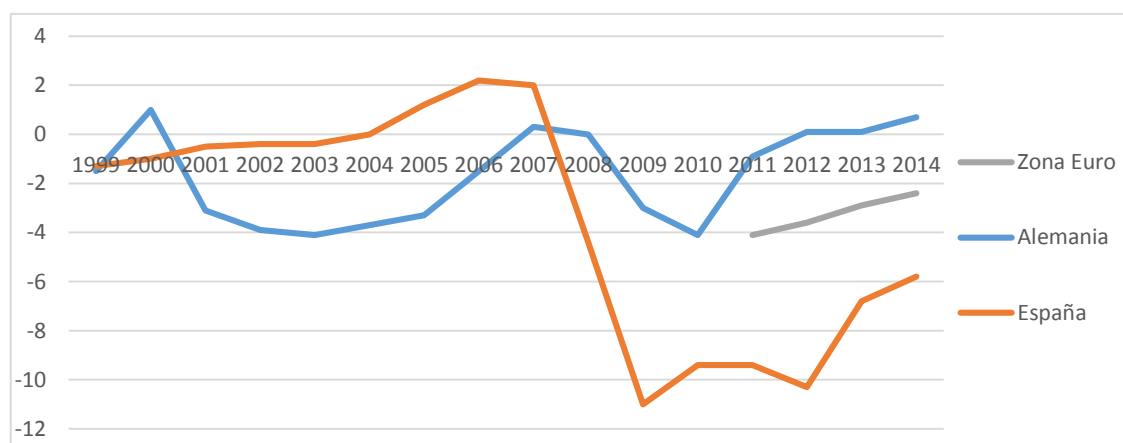


Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

En este gráfico llegamos a una conclusión similar al anterior. España desde el 2002 redujo la proporción que pagaba de intereses, ya que su deuda era también menor y por lo tanto su tipo de interés se reducía. Pero con la llegada de la crisis de deuda a los países del sur, el pago de intereses aumenta de manera significativa, por encima de Alemania e incluso por encima de la media de la Eurozona.

Y relacionado con el nivel de deuda, está el déficit o superávit público (véase gráfico 19). Se dice que una economía tiene déficit público cuando los gastos superan a los ingresos, a lo que tenemos que sumar los intereses de la deuda del año anterior.

Gráfico 19: Déficit o superávit público (% PIB).



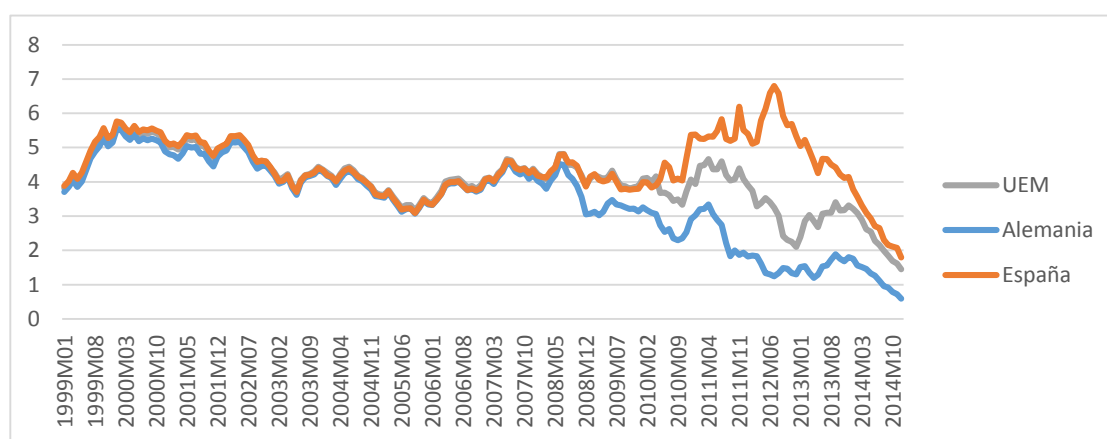
Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

Como consecuencia de esa crisis de deuda, los países que presentan mayores niveles de déficit son los del sur de Europa. Se muestra en el gráfico que, aunque esta

variable mostraba datos similares antes de la crisis, en el 2008 las diferencias en los déficits de los países aumentan considerablemente para tratarse de una unión monetaria. Aunque prácticamente todos los países presentan déficit en algún año, vemos como España supera ampliamente la media de la zona euro (Grecia o Irlanda en mayor medida).

Ante esta situación, se muestra en el gráfico 20 como la rentabilidad de los bonos de la deuda pública aumentó de forma importante en aquellos países donde los inversores veían mayor peligro de invertir, es decir, donde los niveles de deuda eran importantes.

Gráfico 20: Tipo de interés del bono a 10 años.

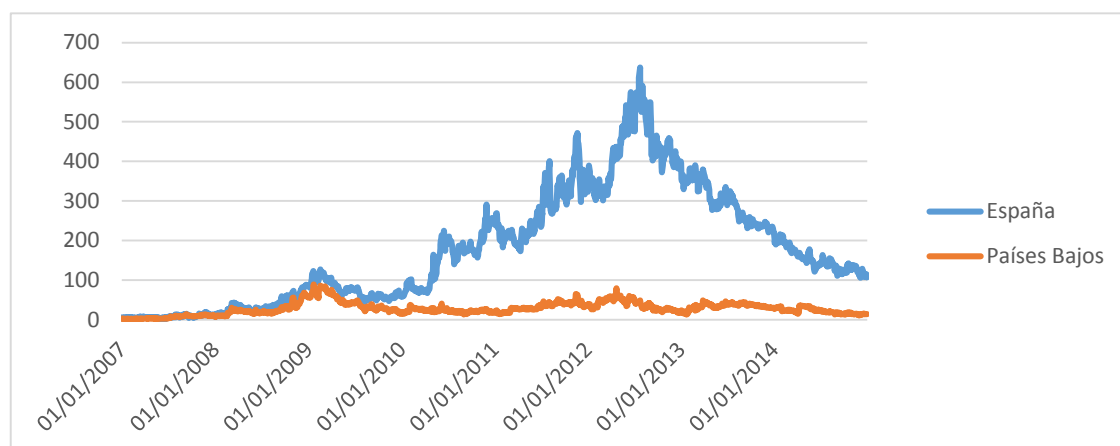


Fuente: elaboración propia a partir del INE.

Esta discriminación a los países con mayores niveles de deuda, provocaba menores niveles de financiación por parte de los inversores, lo que a su vez provocaba mayores subidas en el tipo de interés de los bonos. Se ve en el gráfico como estos tipos de interés eran prácticamente idénticos, algo normal en una unión monetaria, pero con la crisis aumentan las divergencias entre ellos.

Si comparamos las rentabilidades de los bonos obtendremos la prima de riesgo de cada país (véase gráfico 21). Concretamente, comparando el tipo de interés del bono de cada país con el tipo de interés del bono alemán. Si por lo que acabamos de explicar el tipo de interés del bono es más alto, el diferencial con el bono alemán también aumentará y su prima de riesgo será mayor.

Gráfico 21: Prima de riesgo de la deuda soberana.



Fuente: elaboración propia a partir de Datos Macro.

Los países con una prima de riesgo más elevada son también los que presentaban mayores niveles de deuda. Esto ocasionó unos diferenciales insostenibles entre las primas de riesgo de los países de la unión e impidió la correcta aplicación de la política monetaria ya que según González-Páramo et al. (2014: p.134) “para que la política monetaria sea eficaz es prerequisite esencial que la orientación deseada se transmita correctamente a la economía real, y ello no es posible si los mercados financieros están fragmentados”.

Para reducir las diferencias en las primas de riesgo, y que los estados pudiesen obtener la financiación que necesitaban, el BCE puso en marcha “en mayo de 2010 el denominado Programa para el Mercado de Valores (Securities Market Program, SMP) destinado a comprar bonos soberanos. Estas intervenciones se realizaban en los mercados secundarios, con el objetivo de prevenir efectos contagiosos adversos y para fomentar cierta estabilidad de los mercados” (Praet et al., 2004). El SMP duró hasta agosto de 2012, y contribuyó a relajar el comportamiento de los mercados de deuda pública, algo que se puede comprobar, con la bajada de las primas de riesgo de los países, sobretodo de los periféricos (Fernández et al., 2013).

Pero esta medida no era suficiente y en septiembre de 2012 se pusieron en marcha las Operaciones Monetarias de Compraventa (Outright Monetary Transactions, OMT). Esta medida basada en adquisiciones potencialmente ilimitadas de bonos soberanos en mercados secundarios, bajo condiciones estrictas y efectivas (Praet et al., 2004), consiguió reducir las diferencias en las primas de riesgo de los países y en los tipos de interés de los bonos soberanos, acercando la situación de los países a la de una unión monetaria.

3. Propuestas para abordar el problema de las asimetrías.

3.1 El papel de una unión fiscal.

Como se mencionó al comienzo del trabajo, una A.M.O., entre otros requisitos, debía de contar con una unión fiscal. Según De Grauwe (2012), la política fiscal tiene un papel importante para el correcto equilibrio de los países, ya que minimiza el efecto de los choques asimétricos entre los países. Analizaremos esto a partir del choque asimétrico explicado al principio del trabajo donde Francia y Alemania son miembros de la misma unión monetaria.

Si estos países cuentan con una unión fiscal supondremos que han centralizado una parte importante de los presupuestos nacionales a la autoridad central europea. Concretamente, el sistema de seguridad social y los impuestos sobre la renta se recaudan a nivel europeo. Debido al choque negativo, el desempleo en Francia tiende a aumentar. Esto tiene un doble efecto en el presupuesto europeo: por un lado los impuestos sobre la renta y las cotizaciones sociales recaudados en Francia disminuyen, mientras que los pagos por prestaciones por desempleo por parte de las autoridades europeas aumentan. Exactamente lo contrario ocurre en Alemania como consecuencia de su aumento en la demanda agregada y su reducción del desempleo: allí los ingresos tributarios recaudados aumentan mientras que el gasto público dedicado a prestaciones por desempleo disminuyen.

Ante esta situación, el presupuesto europeo centralizado puede redistribuir automáticamente los ingresos de Alemania a Francia, suavizando las consecuencias sociales ya que no tendrá que hacer frente a los problemas de deuda externa, porque los residentes alemanes transfieren automáticamente ingresos a Francia. Es decir, este hecho se puede considerar como un seguro mediante el cual los países afectados por un choque asimétrico negativo son compensados mediante transferencias automáticas de los países afectados por un choque asimétrico positivo.

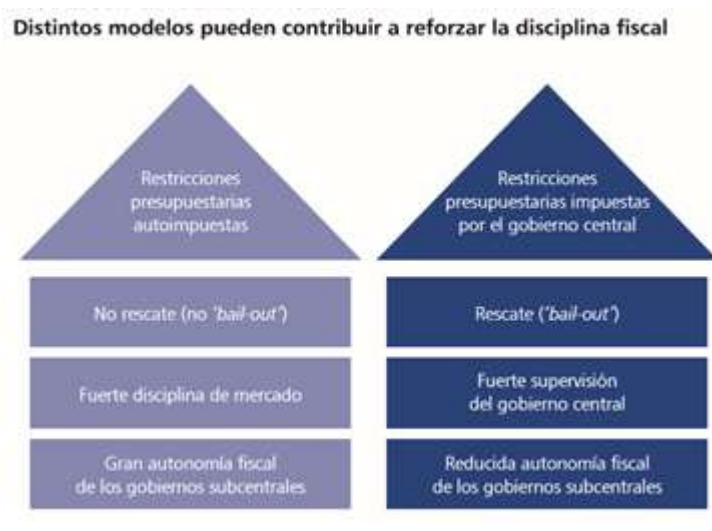
El presupuesto centralizado también tiene implicaciones sobre los bonos de los gobiernos. Es el gobierno europeo quien emite bonos comunes a todos los países, donde la situación presupuestaria de ambos se compensa. No habría países que por presentar un elevado déficit público tengan que soportar elevados tipos de interés de la deuda, frente a otros que presentan superávit en sus cuentas, dando como resultado una unión monetaria incompleta y frágil.

Hay que tener en cuenta que este sistema de transferencias solo debe ser usado para hacer frente a choques temporales, o ser aplicado de manera temporal mientras no se realizan los ajustes estructurales, ya que implica unas transferencias permanentes de un país a otro.

Para prevenir estas situaciones y las asimetrías entre los países, Castells (2014) hace una serie de propuestas, para conseguir una mayor integración fiscal en la Eurozona:

- **Disciplina fiscal y presupuesto comunitario.** Por un lado se refiere al control de las cuentas públicas de los países miembros, algo que se cumple sobradamente en la actualidad, donde se han impuesto a los países límites fiscales para sanear sus finanzas públicas, como el control de déficit público. El otro punto, busca otorgar un mayor poder fiscal a un gobierno común a todos los países, mediante un presupuesto comunitario. Aun no existe un presupuesto de la unión lo verdaderamente grande como para considerar que los países ceden su soberanía en materia fiscal a un gobierno común, ni para poder realizar las transferencias automáticas entre países, que se explicaron antes, y que permitan minimizar los choques negativos en las economías.
- **Disciplina presupuestaria.** La disciplina fiscal a la que hicimos referencia anteriormente, puede ser de dos tipos (véase figura 2): puede venir dada por el gobierno central de la zona euro, como es en el caso de la zona euro, o ser establecida por el propio país, es decir, autoimpuesta.

Figura 2: Modelos de disciplina fiscal.



Fuente: Antoni Castells (2014)

En algunos países como Canadá o Suiza, existen restricciones autoimpuestas, y cuentan con una buena situación de equilibrio presupuestario. Aunque uno de los inconvenientes de este modelo en el caso europeo sería la regla de no rescate, algo que no podría cumplirse después de lo sucedido en estos años de crisis.

- **Reforzar el presupuesto central de la UE.** Existen muchas propuestas sobre este tema, al que cada vez se le da mayor importancia. La mayoría de ellas defienden la creación de un presupuesto común para la Eurozona, no de la Unión Europea. Proponen que este presupuesto sea financiado por recursos propios de cada país, o incluso mediante la creación de un impuesto comunitario de sociedades. De Lecea et al. (p.43, 2014) defienden que ``con una capacidad fiscal centralizada que brinde amortiguadores económicos, los shocks idiosincrásicos son menos susceptibles de contagiarse a otros miembros de la Eurozona, lo que elimina la necesidad de apoyo centralizado ex post''. Es decir, el objetivo de este presupuesto sería el de ayudar a los países que sufran un choque negativo en su economía, mediante las prestaciones por desempleo, o transferencias automáticas como las mencionadas anteriormente.

- **Mecanismo de estabilización para los choques asimétricos.** Su importancia aparece sobre todo en los años de mayor crisis económica, cuando se

pone de manifiesto la incapacidad de la política monetaria única de conseguir el equilibrio económico de los países. Lo que se propone es la creación de un fondo de transferencias que sea de suma cero entre los países, es decir, las aportaciones positivas será lo recibido por los países que lo necesiten; y neutral, puesto que al final todos los países necesitarían de estas transferencias y las aportarían. Los países tendrían que aportar al fondo, cuando su ciclo económico esté pasando por una fase expansiva y superior a la media de la unión.

- **Deuda pública conjunta.** Se basa en la emisión de eurobonos, es decir, bonos del conjunto de los países del euro. Lo que se pretende, es que los países no emitan bonos a nivel nacional, sino a nivel europeo, con la garantía de todos los miembros, para permitir a los países con elevados niveles de deuda, y por lo tanto de interés, que puedan financiarse a precios menores. Este proceso se llevaría a cabo a través de una agencia europea, que sería la encargada de emitir los eurobonos. La propuesta de un grupo de expertos de la Comisión Europea, se basa en la creación de un fondo (Fondo de Redención de Deuda de la Eurozona) financiado por cada país según un porcentaje de su PIB, y a través del mercado. Este fondo, se haría cargo de la deuda de cada país, que supere el 60% de su PIB, por lo que aliviaría las presiones de los países más endeudados. Por su parte el país que se someta a este proceso, deberá realizar las reformas necesarias en su economía para mantener una buena situación presupuestaria.

3.2 El papel de una unión bancaria.

Otra de las condiciones para la formación de una A.M.O., era la integración de los mercados financieros, por lo que otra de las soluciones que se proponen para prevenir choques asimétricos es la unión bancaria. Entenderemos una unión bancaria como ``un marco legal integrado y el conjunto de instituciones necesarias para asegurar el buen funcionamiento del sector bancario y la homogeneidad de requisitos y de tratamiento de las entidades y sus clientes con independencia de su localización, así como para prevenir y minimizar los costes de situaciones de crisis bancaria, ya sean individuales o sistémicas. Se trata, por tanto, de lograr un mercado financiero plenamente integrado, esto es, en el que los agentes, independientemente de su

nacionalidad o residencia, tienen acceso a él en igualdad de condiciones” Millaruelo et al. (2014: p.72).

Según Carbó et al. (2013), la unión bancaria puede reducir en gran medida la fragmentación financiera, entendida como la existencia de distintas condiciones de mercado, precios y servicio en los sectores bancarios que potencialmente podrían conformar esa unión. Esto es así ya que, al estar las entidades conectadas, se producirían transferencias de entidades con exceso de liquidez hacia otras con fuertes necesidades. Por lo tanto, la situación de los bancos se equilibraría y podrían seguir financiando de forma correcta a la economía real. Pero la formación de la unión bancaria en la zona euro, no solo ayudará a reducir la fragmentación entre los países, sino que también proporcionará una mayor confianza en el sistema financiero, al estar todas las entidades sujetas a las mismas leyes. También ayudará a reparar los daños en el canal de transmisión de la política monetaria, por lo que las decisiones que tome el BCE al respecto, llegarán de la forma correcta a la economía real. Estos y otros beneficios (Abascal et al., 2014), se muestran en la figura 3.

Figura 3: Beneficios esperados de la unión bancaria.



Fuente: Abascal et al. (2014).

Los primeros pasos de la unión bancaria en la zona euro llegaron en 2009, cuando el Informe de Larosière recomendaba la creación de un Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF) con la forma de una red descentralizada (...), pero la crisis financiera ha puesto de manifiesto que la mera coordinación de la supervisión financiera a través del SESF resulta insuficiente para prevenir la fragmentación del mercado financiero europeo (Maier, 2014). La fragmentación financiera complica mucho la recuperación del conjunto de los países de la unión, ya que el sector

bancario tiene un papel importante en la transmisión de la política del BCE a la economía real.

Benzo (2013) en su trabajo, enumera los elementos que deben darse para conseguir una unión bancaria completa:

- **Un mecanismo único de supervisión (MUS).** ``Desde el 4 de noviembre de 2014, el BCE desempeña funciones específicas en materia de políticas relativas a la supervisión prudencial de las entidades de crédito en el marco del Mecanismo Único de Supervisión. En su calidad de supervisor bancario, tiene también un papel consultivo en la evaluación y planificación de los planes de resolución de las entidades de crédito`` (Paternoster, 2015). El objetivo del MUS es el de aplicar criterios de supervisión idénticos en todas las entidades. Con esto se consigue aumentar la competitividad entre ellas, ya que se eliminan las diferencias que pudieran existir en los criterios exigidos a cada una, aumentando la confianza en el sistema financiero.

- **Un mecanismo único de resolución (MUR).** Si la supervisión financiera se realiza a nivel europeo, es inútil que la resolución de los problemas que puedan surgir se hagan de manera nacional, ya que probablemente los criterios que se aplique en cada caso serán diferentes. El MUR será el encargado de aplicar unos criterios uniformes a toda la zona euro, a través de una autoridad central con el poder suficiente para tomar las decisiones que sean necesarias. Esto facilitaría el proceso de resolución de problemas, ya que no existen varias autoridades a nivel nacional, donde pueden darse desacuerdos, sino que se centraliza y puede realizarse de forma más rápida. También sería necesario un fondo europeo en este ámbito, para que en el caso de que una entidad bancaria lo necesite, no sea el país el que tenga que aportar el dinero de sus presupuestos.

- **Red de seguridad.** Aunque existen mecanismos de seguridad a nivel nacional, es necesario establecer una red a nivel europeo, que sirva para garantizar los servicios básicos de las entidades bancarias y los ahorros de los clientes o evitar el contagio entre entidades en una situación de crisis. Si esto es así, se conseguirá que aunque los bancos de un país tengan problemas financieros, no perjudiquen la situación presupuestaria del país por tenerse que hacer cargo del problema, ya que existirá un mecanismo o un fondo a nivel

europeo que lo haga. Esto ocurre con el MEDE, que en casos extremos inyecta capital en las entidades sin que el país tenga que hacer frente a ninguna deuda.

- **La creación de un marco regulatorio homogéneo.** Antes, las leyes comunitarias se transponían a través de normas nacionales, es decir, se adaptaban a las leyes nacionales, por lo que el resultado en cada país podía ser bastante diferente al objetivo inicial. En la actualidad existen normativas y reglamentos comunitarios, teniendo que aplicarse estos últimos de forma exacta en cada país. Con los reglamentos se consigue unas normas más unificadas y por lo tanto mayor competitividad, así como un marco legal más transparente, pero aún existe una parte, que son las normativas, que pueden dar lugar a diferencias en los países.

- **Normas de bail-in.** Se denominan así a las normas sobre quien asume las pérdidas bancarias, siendo este el sector privado, es decir, accionistas o acreedores, antes de que se haga con los presupuestos nacionales. Aún está en proceso de debate, pero cambiaría en gran medida la situación de los bancos en crisis y sus estados. Con esto no existiría una relación directa entre ellos como en la actualidad, donde los problemas de las entidades son solucionados mediante ayudas públicas, algo que perjudica también la situación del país por disminuir sus presupuestos.

Conclusiones

Una de las conclusiones que deducimos con este trabajo, es que la zona euro no es una A.M.O., ya que no cumple algunas de las características para serlo, en concreto la movilidad de los factores de producción o la flexibilidad de precios y salarios, así como la existencia de un presupuesto común de tamaño considerable. Esto limita enormemente la posibilidad de la política monetaria como instrumento tanto para paliar los efectos de la crisis, como pa estimular la recuperación económica.

Como consecuencia de esto, tampoco se pueden evitar los choques asimétricos en ciertos países de la unión, lo que hace que hablemos de una fragmentación de la zona euro. Esta fragmentación puede ser causa de estos choques asimétricos, puesto que se dan solo en un grupo, así como consecuencia de ellos, ya que aumenta aún más las diferencias entre los países.

Otro factor que contribuye a agravar estas asimetrías son las ineficiencias en los canales de transmisión de la política monetaria del BCE. Con los datos expuestos en el trabajo, podemos afirmar que las decisiones de política monetaria no se transmiten de forma correcta a la economía real, ya que influyen en unos países más que en otros. Esto es así debido a las variables tan heterogéneas que presentan los países en los últimos años, en relación con sus ciclos económicos, inflación, mercado de deuda pública... y que se han agravado con la crisis económica. Esto no debe producirse en una unión monetaria, ya que los países están sujetos a una política monetaria única y, como vimos, no beneficia igual a todos los países, por lo que algunos deben de sufrir mayores costes por formar parte de la unión.

Con respecto a esto, limitamos dos grupos de países diferenciados: los países del centro y la periferia, encontrándose España en este último.

Si nos referimos a los países de la periferia, en vista de la evidencia, la política del BCE resultó ser demasiado expansiva en la fase de crecimiento económico previa a la última crisis. Esto se traduce en tipos de interés reales relativamente bajos y crecientes niveles de endeudamiento privado, lo cual a su vez genera burbujas en los mercados de activos, especialmente el inmobiliario.

Tras el desencadenamiento de la crisis, los mencionados niveles de endeudamiento y la necesidad de desapalancamiento limitan significativamente la capacidad de la política monetaria única para incidir sobre la economía real.

Por otra parte, la reciente depreciación del euro, consecuencia entre otras razones de la política monetaria expansiva, tiene efectos desiguales en función del grado de apertura exterior de las economías. En este caso los países más beneficiados son los del centro, en términos relativos.

Algunas de las condiciones para formar una A.M.O. y que se han propuesto como solución a estas asimetrías han sido una unión fiscal y bancaria.

Aunque en los últimos años, con la crisis económica sí que se le ha dado importancia a la disciplina fiscal de todos los países, esto no es suficiente para conseguir una mayor integración. Aunque existe un presupuesto comunitario, este es insuficiente, y debería tener la capacidad de poder solucionar los choques negativos en las economías. Mientras esto no se produce, el único instrumento que poseen los países es recurrir a un mayor déficit presupuestario, puesto que tampoco disponen de la política cambiaria. Este aumento del déficit, podría estar permitido sobretudo en épocas de crisis, aunque con límites, ya que perjudica la imagen que los inversores tienen del país.

En cuanto a la unión bancaria, se ha avanzado en mayor medida en los últimos años. Pero se ha demostrado con la crisis financiera que se necesita de una mayor integración, sobretudo porque es un canal importante para la transmisión de la política del BCE, ya que los mercados financieros son el paso intermedio entre las decisiones de política monetaria y la economía real.

Bibliografía

- Abascal M., Alonso T., Fernández S., Golecki W. (2014). Una union bancaria para Europa: haciendo de la necesidad virtud. *BBVA Research*, documento de trabajo nº 14/32.
- Amigot B. (2013). *Siete efectos de los tipos de interés anunciada por Draghi*. Recuperado de <http://www.expansion.com/2013/11/07/economia/1383851206.html>.
- Angeloni, A. y Ehrmann, M. (2004): Euro Area Inflation Differentials. European Central Bank. *Working Paper*, número 388.
- Baldwin, R., y Wyplosz, C. (2004), *The economics of monetary integration*. Nueva York: McGraw-Hill.
- Banco Central Europeo (2002): Resultados recientes sobre la transmisión de la política monetaria en la zona euro. *Boletín Mensual*, octubre, 43-54.
- Banco Central Europeo (2003): *Inflation Differentials in the Euro Area: Potential Causes and Policy Implications*. Recuperado de <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/inflationdifferentialreporten.pdf>

Banco Central Europeo (2011). *La política monetaria del BCE*. Recuperado de <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011es.pdf?742021f1e118a422a1c3a74e01b207f0>

Banco de España. <http://www.bde.es/bde/es/>.

Banco de España (2013) El principal índice de referencia de los préstamos hipotecarios (Euribor) baja hasta el 0,541 % en octubre. *Nota de prensa* 4 de noviembre de 2013. Recuperado de http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/13/Arc/fic/presbe2013_52.pdf

Banco Mundial. <http://www.bancomundial.org/>.

Bank for international settlements. <http://www.bis.org/>

Benzo A. (2013). Construir una unión bancaria. *Papeles de economía española*, 137, 28-42.

Berganza J.C., Hernando I., Vallés J. (2014). Los desafíos para la política monetaria en las economías avanzadas tras la gran recesión. *Papeles de economía española*, 140, 84-111.

Carbó S., Rodríguez F. (2013). Sector bancario único vs. Sectores bancarios nacionales: ¿qué aporta la unión bancaria europea? *Papeles de economía española*, 137, 43-56.

Castells A. (2014). ¿Es posible una unión monetaria sin unión fiscal y una unión fiscal sin unión política? *Papeles de economía española*, 141, 141-169.

Datos Macro. <http://www.datosmacro.com/>.

De Grauwe P. (2012). *Economics of monetary union*. United Kingdom: Oxford University Press.

De la Dehesa G. (2014). Consecuencias de una unión monetaria sin unión fiscal. *Papeles de economía española*, 141, 114-127.

De Lecea Flores de Lemus A., Drayson N. (2014). Elementos clave de la integración fiscal en la zona del euro. *Papeles de economía española*, 141, 36- 49.

Dedola, L. y Lippi, F. (2005): The Monetary Transmission Mechanism: Evidence from the Industries of Five OECD Countries, *European Economic Review*, volumen 49, 1543-1569.

Esteve V., Prats M.A. (2007). El mecanismo de transmisión de la política monetaria en la economía española y en el conjunto de la UEM. *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, 837, 31-56.

Eurostat. <http://ec.europa.eu/eurostat>.

Fernández F., Poza C. (2013). *Anuario del Euro 2013*. Fundación ICO. Recuperado de http://www.fundacionico.es/fileadmin/user_upload/pdfs/anuario_del_euro_2013.pdf

Frankel, J. A. y Rose, A. K. (1998): The Endogeneity of the Optimal Currency Area Criteria. *Economic Journal*, 108, 1009-1025.

González-Páramo J.M. (2012). La gestión del Banco Central Europeo ante la crisis. *Revista de economía mundial*, 30, 83-102.

González-Páramo J.M., Álvarez M.J. (2014). Estabilidad, integración y crisis de la deuda soberana: la historia del euro en tres trilemas. *Revista de economía mundial*, 141, 128-140.

Helpman E. Y Krugman P. (1985). *Market structure and foreign trade*. Cambridge, MA: MIT Press. Herce J. Y Jimeno J.F. (coord.) (2001).

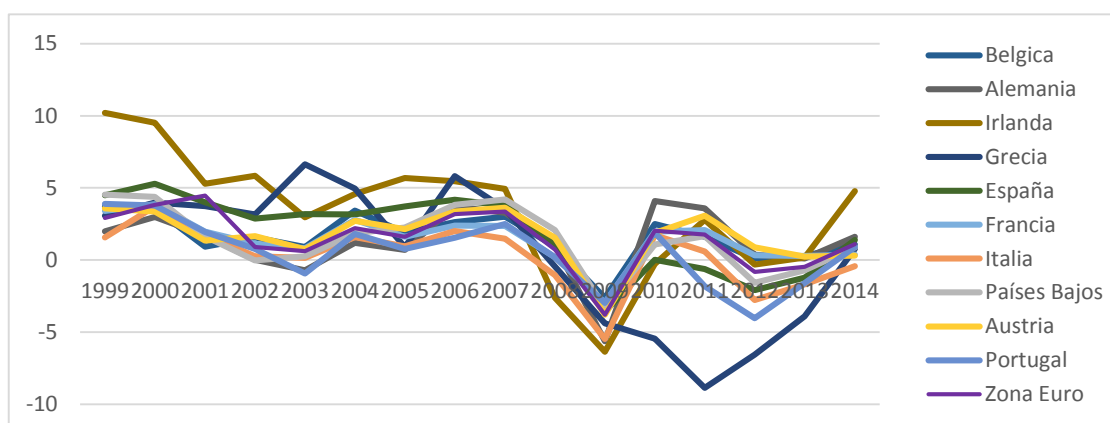
Instituto Nacional de Estadística. <http://www.ine.es/>.

- Jiménez A. (2012). *¿Qué es la integración económica?* Recuperado de: <http://www.elblogsalmon.com/conceptos-de-economia/que-es-la-integracion-economica>
- Maier R. (2014). *El Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF)*. Recuperado de http://www.europarl.europa.eu/aboutparliament/es/displayFtu.html?ftuld=FTU_3.2.5.html
- Maza A. (2004). *Unión Monetaria Europea y disparidades regionales en España*. Santander: Universidad de Cantabria.
- Maesso Corral M. (2011). La integración económica. *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, 858, 119-132.
- Millaruelo A., del Río A. (2014). La construcción de la unión bancaria en la UE. Banco de España, *Boletín Económico*, Noviembre 2014.
- Mongelli F.P. (2008). *European economic and monetary integration and the optimum currency area theory*. Recuperado de http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12081_en.pdf
- Mundell, R. A. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review* 51 (4): 657–665.
- Núñez R. (2011). *El problema de los shocks asimétricos*. Recuperado de <http://www.elblogsalmon.com/economia/el-problema-de-los-shocks-asimetricos>
- Paternoster D. (2015). *El Banco Central Europeo*. Recuperado de http://www.europarl.europa.eu/aboutparliament/es/displayFtu.html?ftuld=FTU_1.3.11.html
- Paúl, J. (2015). *Tipo de cambio real*. Recuperado de: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/tipo-de-cambio-real.html>

- Praet P., Cour-Thimann P., Heider F. (2014). Garantizar la transmisión de las señales de política: una revisión de la política monetaria del BCE desde 2007 hasta 2013. *Papeles de economía española*, 140, 2-18.
- Sánchez J.M. (2013). Una década de política monetaria única: resultados, problemas y desafíos. En Sánchez, B. (ed) *La unión europea como actor global. Algunas cuestiones analizadas desde el tratado de Lisboa*. Valencia: Tirant lo Blanch.
- Sequeiros J.G., Sánchez J.M., Castellanos P. (2012). La creación de un Área Monetaria Óptima en la zona euro: diferenciales de inflación y desequilibrios públicos. *Revista de economía mundial*, 30, 25-57.
- Sinn, H. y Reutter, M. (2001): The Minimum Inflation Rate for Euroland. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, número 8085.

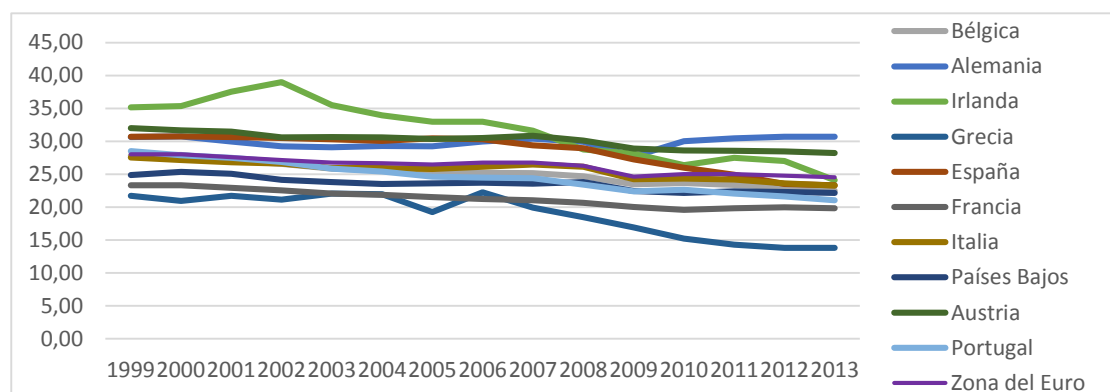
Anexo

Anexo 1: Tasa de crecimiento anual del PIB a precios constantes del 2010



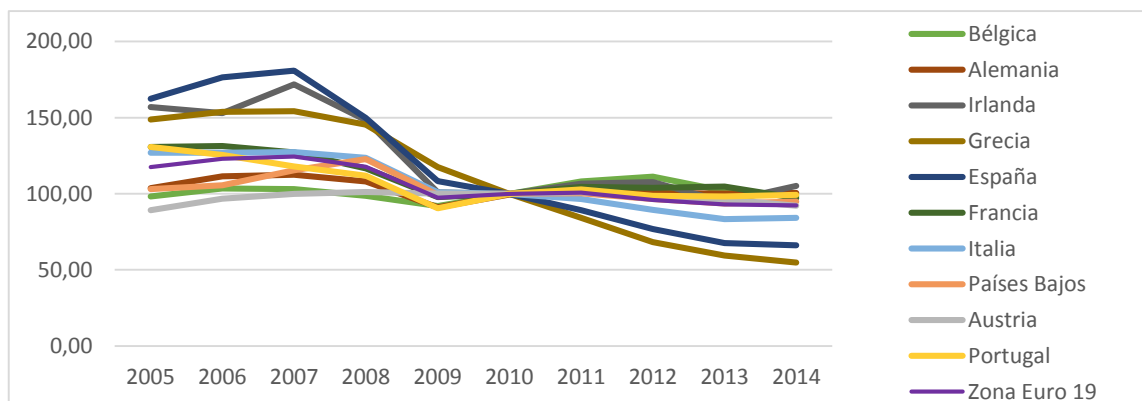
Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

Anexo 2: Peso del sector industrial en la economía (% PIB)



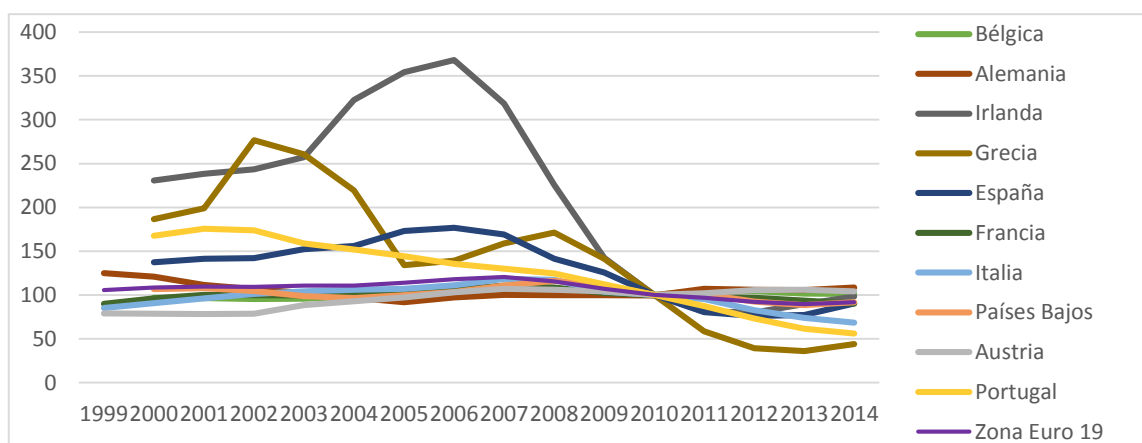
Fuente: elaboración propia a partir de Banco Mundial.

Anexo 3: Evolución de la producción de bienes de consumo duradero (Índice 2010=100).



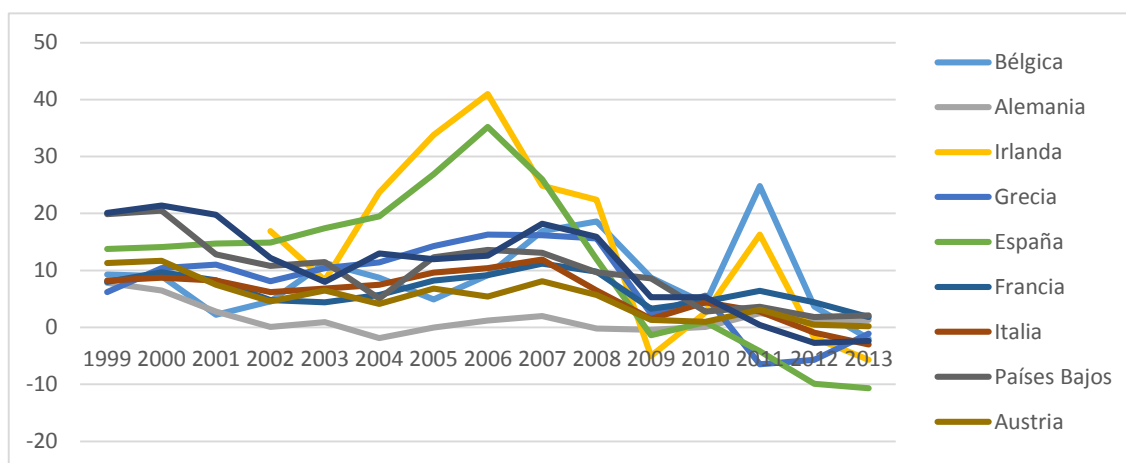
Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

Anexo 4: Evolución de la producción en la construcción (índice 2010=100).



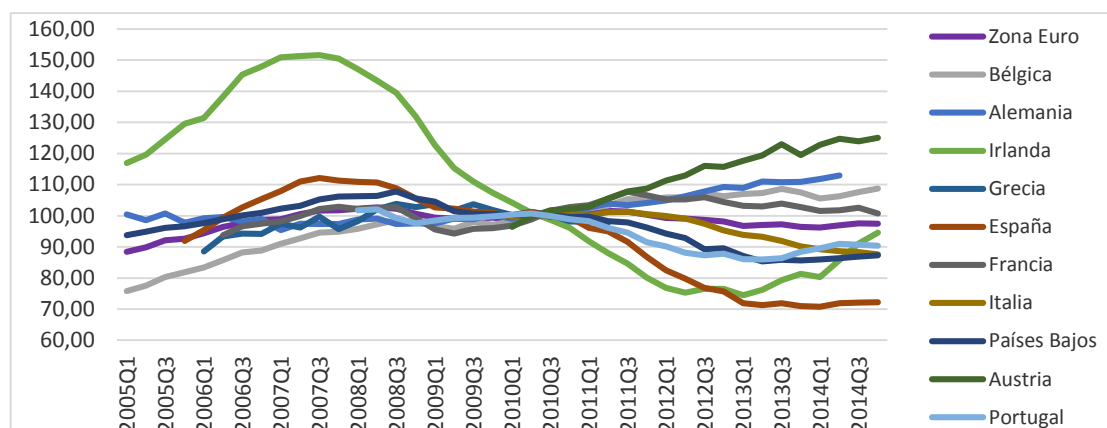
Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

Anexo 5: Evolución del crédito privado (% PIB).



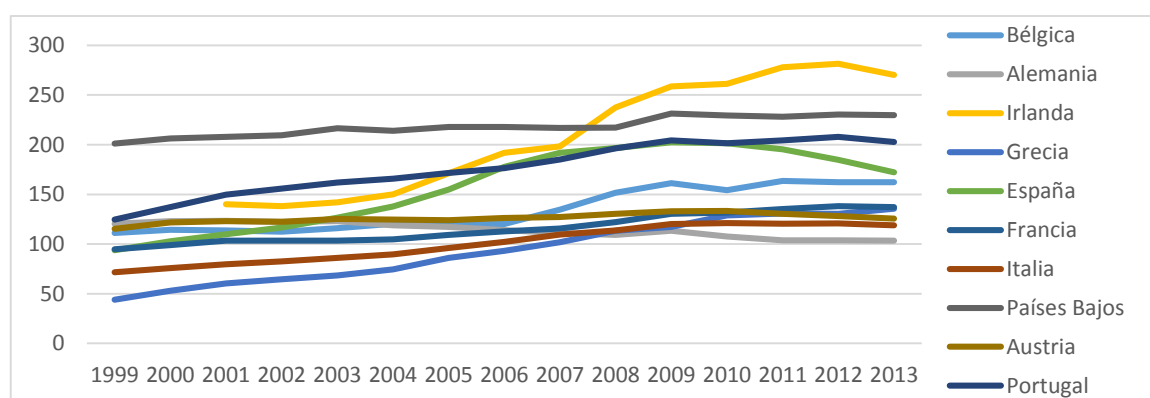
Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

Anexo 6: Evolución de los precios de la vivienda (índice 2010=100).



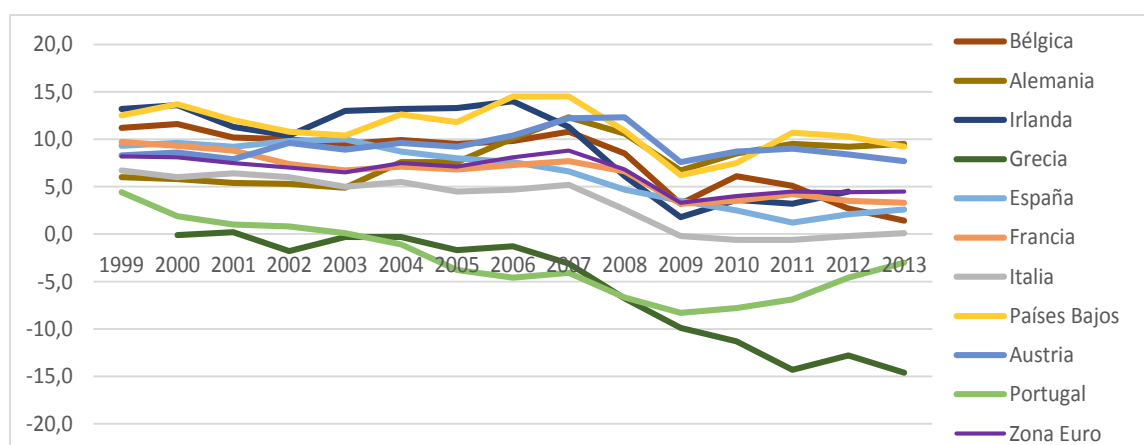
Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

Anexo 7: Evolución de la deuda privada (% PIB).



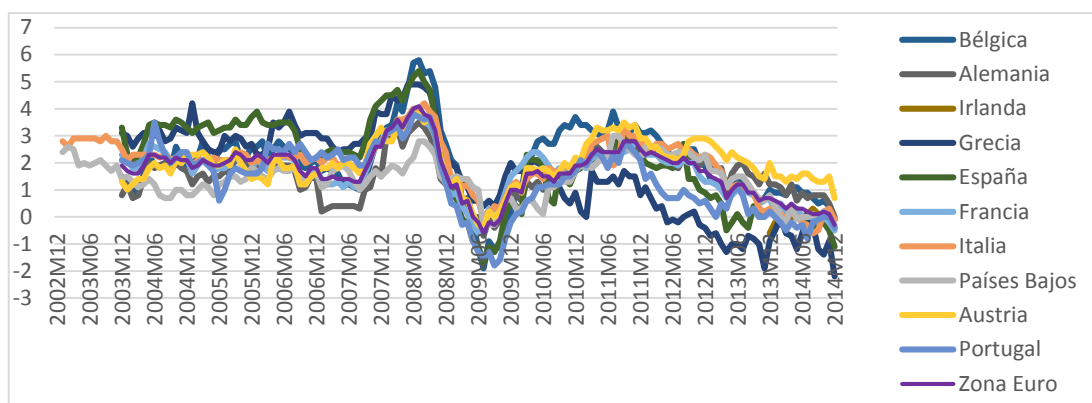
Fuente: Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

Anexo 8: Evolución del ahorro neto (% PIB).



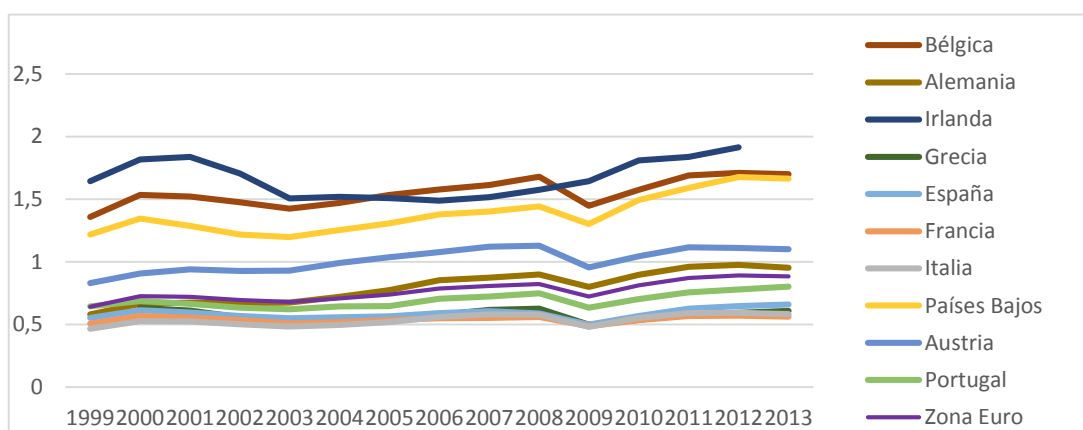
Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

Anexo 9: Crecimiento anual de la inflación (datos mensuales).



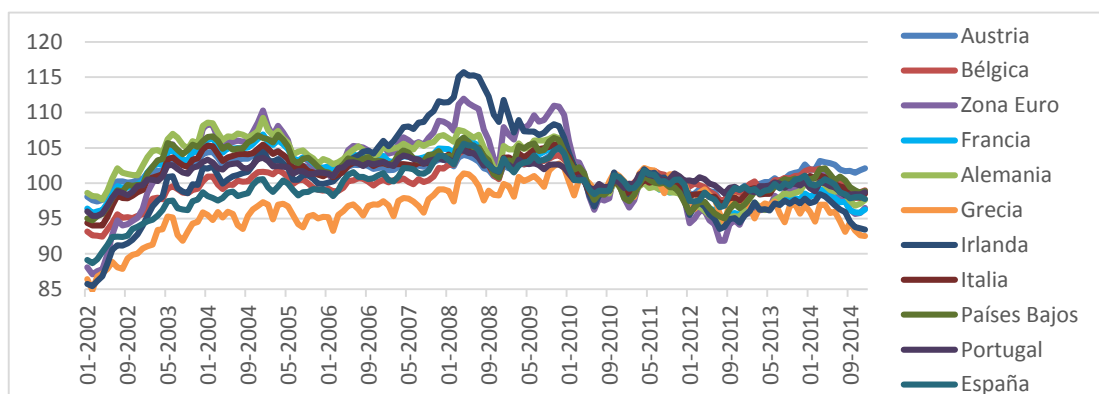
Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

Anexo 10: Grado de apertura externa de la economía.



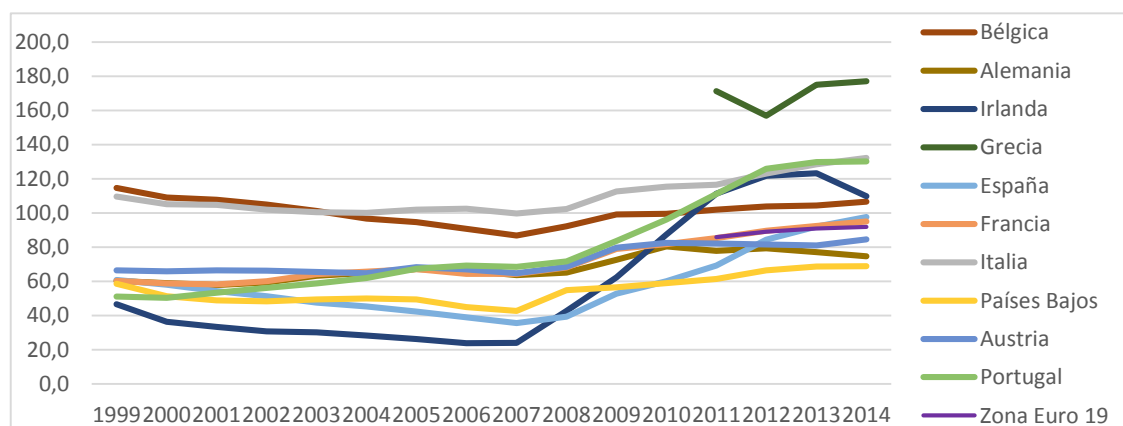
Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

Anexo 11: Evolución del tipo de cambio efectivo real



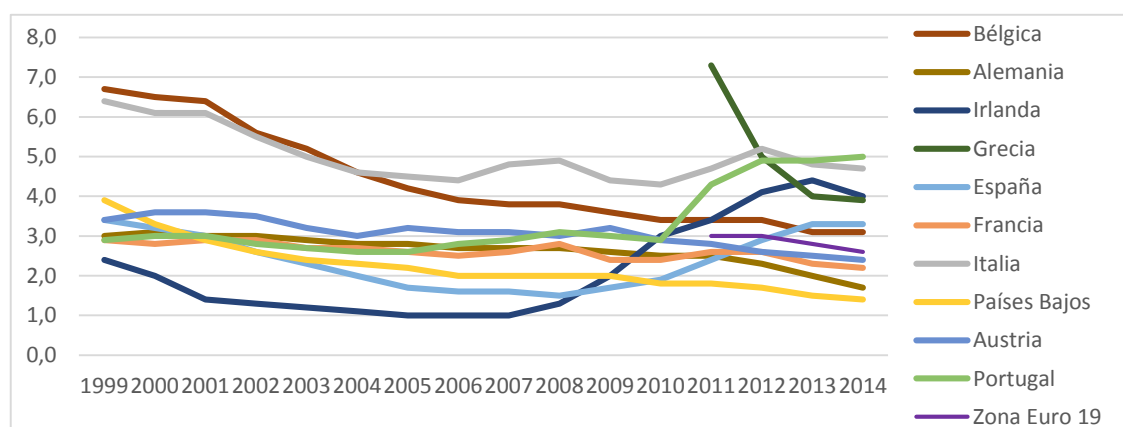
Fuente: elaboración propia a partir de bis.org.

Anexo 12: Evolución de la deuda pública (% PIB).



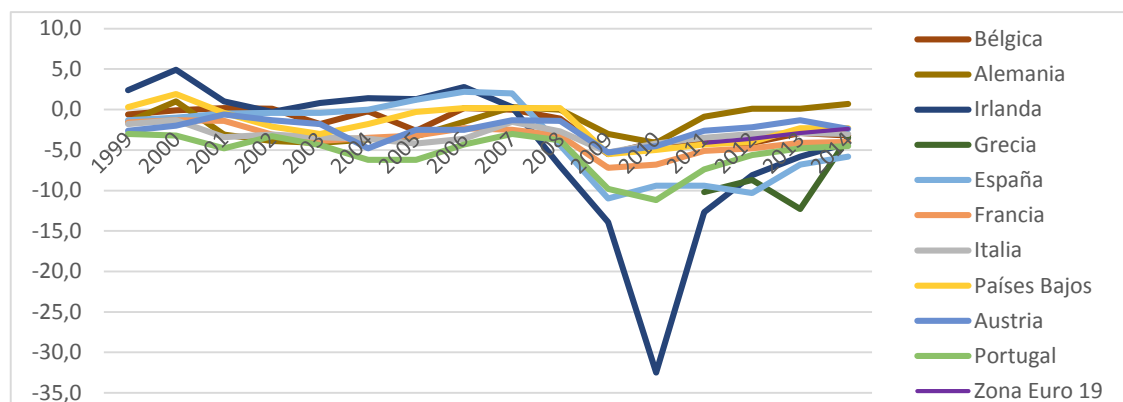
Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

Anexo 13: Intereses pagados sobre la deuda pública (% PIB).



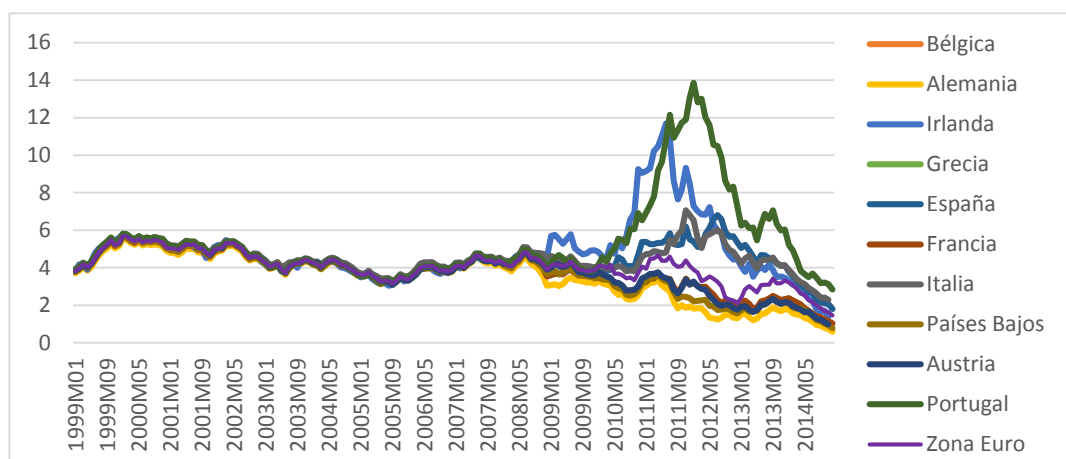
Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

Anexo 14: Déficit o superávit público (% PIB).



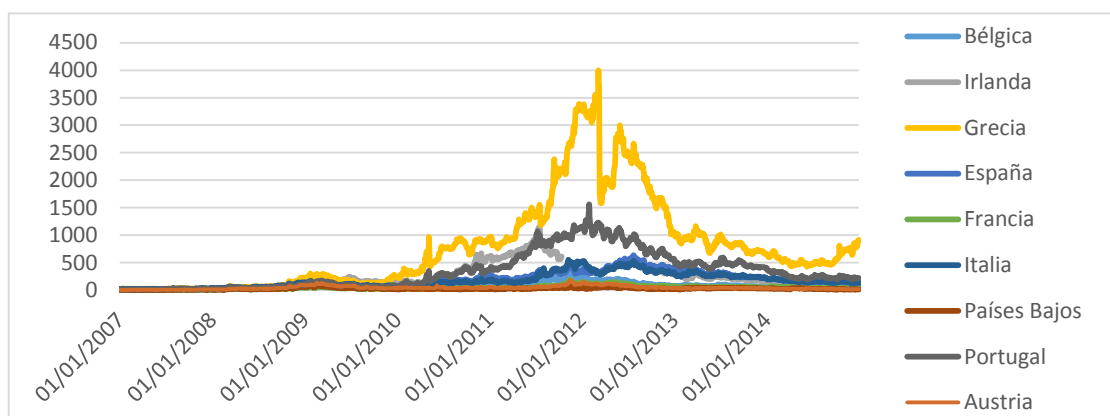
Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

Anexo 15: Tipo de interés bono a 10 años.



Fuente: elaboración propia a partir de INE.

Anexo 16: Prima de riesgo de la deuda soberana.



Fuente: elaboración propia a partir de Datos Macro.